

Mgr Dominik Mizerski

Uniwersytet Śląski w Katowicach
ORCID: 0000-0002-8253-5038
e-mail: dominik.mizerski@us.edu.pl

Polityka dotycząca zaangażowania firm inwestycyjnych¹

Engagement policy of investment firms

Streszczenie

Obowiązki nałożone na firmy inwestycyjne w zakresie przyjęcia i publikacji polityki dotyczącej zaangażowania oraz sprawozdania z jej realizacji stanowią konsekwencje implementacji do polskiego porządku prawnego postanowień dyrektywy 2017/828. Celem niniejszego artykułu jest ocena wprowadzonych regulacji w zakresie polityki dotyczącej zaangażowania oraz sprawozdania jej z realizacji będących przedmiotem przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi z perspektywy zgodności z przepisami dyrektywy 2017/828 oraz wypełnienia tych obowiązków przez firmy inwestycyjne.

Słowa kluczowe: polityka dotycząca zaangażowania, firma inwestycyjna, inwestor instytucjonalny, podmiot zarządzający aktywami, zasada „stosuj albo wyjaśnij”

JEL: K12, K15, K22

Abstract

The obligations imposed on investment firms to prepare and publish an engagement policy and a report on its implementation are a consequence of the transposition of the provisions of Directive 2017/828 into Polish law. The purpose of this article is to assess the introduced provisions on the engagement policy and the report on its implementation, which are subject to the provisions of the Act on Trading in Financial Instruments, in particular to assess their compliance with the provisions of Directive 2017/828 and the fulfilment of these obligations by the investment firms.

Keywords: engagement policy, investment firm, institutional investor, asset manager, "comply or explain" rule

Wprowadzenie

Obowiązek przygotowania i publikacji polityki dotyczącej zaangażowania oraz sprawozdania z jej realizacji ma służyć przede wszystkim dążeniu do odejścia od modelu biernego akcjonariusza (Jaskułowska-Koźliczak & Róg-Dyrda, 2023, s. 1278). W literaturze wskazuje się, że przyjęte regulacje w rozważanym zakresie stanowią istotny krok regulacyjny w kierunku zwiększenia zaangażowania inwestorów instytucjonalnych oraz podmiotów zarządzających aktywami (Balp & Strampelli, 2022, s. 875). Zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych jest określane przy tym jako kluczowe dla zapewnienia skutecznego zaangażowania akcjonariuszy w spółkach (Paccès, 2018, s. 511; Prager, 2019, s. 123–125).

Przepisy dyrektywy 2017/828 w zakresie polityki dotyczącej zaangażowania oraz sprawozdania z jej realizacji mają zastosowanie do inwestorów instytucjonalnych w zakresie, w jakim dokonują oni inwestycji, bezpośrednio lub za pośrednictwem podmiotu zarządzającego aktywami, w akcje będące przedmiotem obrotu na rynku regulowanym, oraz do zarządzających aktywami w zakresie, w jakim dokonują oni inwestycji w takie akcje w imieniu inwestorów. Nałożenie na inwesto-

rów instytucjonalnych oraz podmioty zarządzające aktywami obowiązków w zakresie polityki dotyczącej zaangażowania oraz sprawozdania z jej realizacji może być natomiast postrzegane jako *sui generis* uzupełnienie istniejących już wcześniej krajowych standardów w zakresie obowiązków informacyjnych nałożonych na inwestorów instytucjonalnych oraz podmioty zarządzające aktywami na podstawie kodeksów dobrych praktyk (Katelouzou & Sergakis, 2021, s. 212). Przepisy dyrektywy 2017/828 regulują przy tym minimalne standardy i nie wykluczają przyjmowania przez państwa członkowskie dalszych wymogów (*gold-plating*).

Przepisy prawa polskiego implementujące przepisy dyrektywy 2017/828 mają charakter rozwiązań sektorowych. Zasadniczo tożsame przepisy regulujące obowiązki w zakresie przygotowania i publikacji polityki dotyczącej zaangażowania oraz sprawozdania z jej realizacji są przedmiotem przepisów oddzielnych aktów prawnych, które regulują organizację i funkcjonowanie poszczególnych podmiotów zakwalifikowanych przez ustawodawcę polskiego do kategorii inwestorów instytucjonalnych lub podmiotów zarządzających aktywami².

Celem niniejszego artykułu jest ocena wprowadzonych regulacji w zakresie polityki dotyczącej zaangażowania oraz

sprawozdania jej z realizacji będących przedmiotem przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi z perspektywy ich zgodności z przepisami dyrektywy 2017/828 oraz wypełnienia tych obowiązków przez firmy inwestycyjne. Opracowanie ma na celu również wykazanie, że krajowy ustawodawca przy dokonywaniu transpozycji tych przepisów ograniczył się jedynie do literalnego brzmienia przepisów tego aktu prawnego oraz, że nałożenie na firmy inwestycyjne obowiązków związanych z przyjęciem tych dokumentów nie prowadzi bezpośrednio do zwiększenia ich zaangażowania, tj. wykonywania prawa głosu na walnych zgromadzeniach spółek portfelowych (co jest jednym z celów przyjęcia dyrektywy 2017/828). W celu weryfikacji tych tez posłużono się głównie metodą dogmatyczną. W pracy wykorzystano również uzupełniająco metodę komparatystyczną, która ma na celu przedstawienie sposobu implementacji niektórych przepisów dotyczących polityki dotyczącej zaangażowania oraz sprawozdania jej z realizacji w wybranych państwach członkowskich. Opracowanie zawiera także wyniki badań empirycznych nad sposobem wykonywania przez firmy inwestycyjne obowiązków związanych z instytucją polityki dotyczącej zaangażowania oraz sprawozdania z jej realizacji.

Pomimo że rozważania objęte niniejszym artykułem są ograniczone do regulacji nałożonych na firmy inwestycyjne, wynikających z przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, wnioski płynące z artykułu mogą na zasadzie analogii być stosowane do innych podmiotów posiadających status inwestora instytucjonalnego lub podmiotu zarządzającego aktywami, które zgodnie z przepisami właściwych ustaw sektorowych są objęte reżimem polityki dotyczącej zaangażowania.

Zakres podmiotowy

Zgodnie z przepisami ustawy o obrocie instrumentami finansowymi obowiązek w zakresie przyjęcia i publikacji polityki dotyczącej zaangażowania oraz sprawozdania z jej realizacji ma zastosowanie do firm inwestycyjnych, które świadczą usługi w zakresie zarządzania portfelami³, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych, oraz które w ramach świadczenia wskazanych usług dokonują inwestycji w dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym akcje spółek (131o ust. 1 u.o.i.f.). Takie uregulowanie odpowiada w prawie polskim definicji podmiotu zarządzającego aktywami, będącego firmą inwestycyjną w rozumieniu przepisu art. 4 ust. 1 pkt 1 dyrektywy 2014/65/UE, który świadczy usługi w zakresie zarządzania portfelem na rzecz inwestorów.

Zasadniczym kryterium skutkującym obowiązkiem stosowania rozważanego reżimu jest prowadzenie w ramach usług zarządzania portfelem działalności w zakresie inwestowania w dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym akcje spółek (Jaskułowska-Koźliczak & Róg-Dyrda, 2023, s. 1278). Rodzimy ustawodawca nie wskazał, że rynek regulowany musi być położony na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej. Rozważana regulacja znajduje więc w konsekwencji zastosowanie do podmiotów posiadających status firmy inwestycyjnej z siedzibą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, które w zakresie

prowadzonej działalności inwestycyjnej dokonują inwestycji w akcje dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym prowadzonym na terenie Rzeczypospolitej Polskiej lub na zagranicznym rynku regulowanym. Ponadto rozważane regulacje znajdują zastosowanie również do zagranicznej firmy inwestycyjnej prowadzącej na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej działalność maklerską, która spełnia kryteria przewidziane w przepisie art. 131o ust. 1 u.o.i.f. (uchwała Komisji Nadzoru Finansowego z 25.03.2022 r.).

Uzupełniająco należy wskazać, że obowiązków stosowania przepisów w zakresie polityki zaangażowania oraz sprawozdania z jej realizacji nie powoduje inwestowanie w akcje, które zostały wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu albo w instrumenty finansowe inne niż akcje (Jaskułowska-Koźliczak & Róg-Dyrda, 2023, s. 1278).

Polityka dotycząca zaangażowania

Obowiązek przygotowania i publikacji polityki dotyczącej zaangażowania stanowi instrument *ex-ante*, który nakierowany jest na opis działań na przyszłość.

Wymagany na podstawie przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi katalog informacji będących przedmiotem polityki dotyczącej zaangażowania stanowi literalne powtórzenie zakresu informacji wymaganych do ujawnienia w polityce dotyczącej zaangażowania na podstawie przepisu art. 3g ust. 1 lit. b dyrektywy 2017/828. Polityka dotycząca zaangażowania powinna zawierać opis sposobów: monitorowania spółek notowanych na rynku regulowanym, w szczególności pod względem strategii, wyników oraz ryzyk finansowych i niefinansowych, struktury kapitałowej, wpływu społecznego i na środowisko naturalne oraz ładu korporacyjnego; prowadzenia dialogu z tymi spółkami; wykonywania prawa głosu oraz innych praw związanych z akcjami tych spółek; współpracy z innymi akcjonariuszami spółek; komunikacji z pozostałymi akcjonariuszami i członkami organów takich spółek oraz zarządzania faktycznymi i potencjalnymi konfliktami interesów w odniesieniu do zaangażowania firmy inwestycyjnej (art. 131o ust. 2 u.o.i.f.).

W zakresie opisu sposobu monitorowania spółek polityka dotycząca zaangażowania powinna określać sposób, w jaki firma inwestycyjna analizuje informacje dotyczące spółek, w których posiada status akcjonariusza (art. 131o ust. 2 pkt 1 u.o.i.f.). Czynności podejmowane w ramach tego monitoringu mogą obejmować w szczególności analizę informacji publikowanych przez spółki portfelowe (Birkmose, 2021, s. 153) oraz przez podmioty zewnętrzne. Informacje w tym zakresie mogą się odnosić także do analiz własnych.

W zakresie dialogu ze spółkami (art. 131o ust. 2 pkt 2 u.o.i.f.) polityka dotycząca zaangażowania powinna określać formy prowadzenia takiego dialogu. W literaturze wskazuje się, że ustawodawca unijny uznaje dialog władz spółki i jej akcjonariuszy za ważny warunek skuteczności funkcjonowania rynku, dlatego pozwala na prowadzenie tego dialogu (motyw 19 preambuły rozporządzenia MAR), pod warunkiem że jego przedmiotem są zagadnienia ogólne dotyczące działalności emitenta i sytuacji na rynku (Glicz, 2018, s. 95). Prowadzenie

dialogu pomiędzy firmami inwestycyjnymi a spółkami może przybierać w szczególności formę spotkań z przedstawicielami organów spółek portfelowych, uczestnictwa w walnych zgromadzeniach i brania udziału w innych wydarzeniach dla akcjonariuszy organizowanych przez spółki portfelowe. Formę dialogu mogą stanowić również informacje uzyskane przez firmę inwestycyjną na podstawie przepisu art. 428 k.s.h. (Jaskułowska-Koźliczak & Róg-Dyrda, 2023, s. 1279; Mazur, 2023, s. 293–302).

Obowiązek publikacji informacji na temat dialogu prowadzonego ze spółkami koresponduje z wymogiem opublikowania ujawnień dotyczących współpracy z innymi akcjonariuszami i członkami organów spółek (art. 131o ust. 2 pkt 4–5 u.o.i.f.). Należy przy tym wskazać, że współpraca i komunikacja ze wskazanymi podmiotami powinna każdorazowo odbywać się w ramach prawnie dopuszczalnych kanałów regulowanych przepisami z obszaru prawa spółek oraz prawa rynku kapitałowego, w szczególności z poszanowaniem rygorów ochrony informacji poufnych, zasady równego traktowania akcjonariuszy oraz rygorów dotyczących działania przez akcjonariuszy w porozumieniu (*acting in concert*) (Jaskułowska-Koźliczak & Róg-Dyrda, 2023, s. 1279). W analizowanym zakresie wskazuje się dodatkowo, że przepisy dotyczące *acting in concert* nie powinny stanowić przeszkody dla wspólnego (uzgodnionego) zaangażowania firm inwestycyjnych w nadzór korporacyjny spółek portfelowych, pod warunkiem że firmy inwestycyjne ograniczą się do roli aktywnych akcjonariuszy mniejszościowych i nie będą dążyć do przejęcia kontroli nad spółką ani do narzucenia jej kierownictwu długoterminowej polityki dotyczącej zarządzania nią (Oplustil, 2010, s. 303). Nie wyklucza to jednak, że w określonych okolicznościach działanie takie może zostać zakwalifikowane jako działanie w porozumieniu w rozumieniu przepisów ustawy o ofercie publicznej (Oplustil & Sas, 2015, s. 14–23; Sójka, 2022, s. 681–690).

W zakresie sposobu wykonywania praw głosu oraz innych praw związanych z akcjami (art. 131o ust. 2 pkt 3 u.o.i.f.) polityka dotycząca zaangażowania powinna określać zasady wykonywania tych praw w zakresie, w jakim jest to niezbędne do realizacji celów opisu zaangażowania. Opis we wskazanym zakresie powinien opierać się na założeniach polityki głosowania (Birkmose, 2021, s. 153–154). Informacje na temat zasad wykonywania praw głosu oraz innych praw związanych z akcjami powinny więc opisywać założenia w zakresie wykonywania praw majątkowych oraz korporacyjnych związanych z akcjami. Podkreślenia jednak wymaga, że zawarcie informacji w analizowanym obszarze nie nakłada na firmy inwestycyjne obowiązku wykonywania takich praw, w szczególności prawa głosu.

W zakresie opisu konfliktu interesów należy opisać nie tylko rzeczywiste, ale również potencjalne konflikty interesów (art. 131o ust. 2 pkt 6 u.o.i.f.). Ujawnienie tych informacji pozwala beneficjentom firmy inwestycyjnej ocenić strategię i upewnić się, że firma inwestycyjna wywiąże się ze swojej powierniczej roli i będzie chronić interesy beneficjentów również w przypadku wystąpienia konfliktu interesów. Obowiązek uwzględnienia tych informacji nie nakłada natomiast obowiązku minimalizowania lub unikania konfliktu intere-

sów (Birkmose, 2021, s. 158–159). Ponadto obowiązek uwzględnienia tych informacji w polityce dotyczącej zaangażowania koresponduje z przepisem art. 83b ust. 7 u.o.i.f., który nakłada na firmy inwestycyjne obowiązek opracowywania, wdrożenia i stosowania odpowiednich środków oraz procedur zarządzania konfliktami interesów (Jaskułowska-Koźliczak & Róg-Dyrda, 2023, s. 1279–1280).

Zakres informacji wymaganych na podstawie przepisu art. 131o ust. 2 u. o. i. f. należy uznać za minimalny. Brak jest ograniczeń, aby firmy inwestycyjne w ramach przygotowanej i publikowanej polityki dotyczącej zaangażowania rozszerzyły zakres publikowanych informacji. Uprawnienie do dokonania takiego rozszerzenia nie jest uzależnione od zastrzeżenia takiej możliwości w umowie lub statucie podmiotu posiadającego status firmy inwestycyjnej objętej obowiązkiem stosowania reżimu polityki dotyczącej zaangażowania. W praktyce jednak zakres informacji zawartych w polityce dotyczącej zaangażowania publikowanej przez firmy inwestycyjne ogranicza się do niezbędnego ustawowego minimum.

Przygotowanie i przyjęcie polityki dotyczącej zaangażowania w przypadku spółki z siedzibą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej ciąży na osobach uprawnionych do prowadzenia spraw i reprezentacji firmy inwestycyjnej. Przyjęcie tej polityki powinno być kwalifikowane jako czynność przekraczająca zakres czynności zwykłego zarządu.

Sprawozdanie z realizacji polityki dotyczącej zaangażowania

Obowiązek przygotowania i publikacji sprawozdania na temat wdrożenia polityki dotyczącej zaangażowania stanowi mechanizm *ex-post*. Sprawozdanie jest środkiem wykazania, czy inwestorzy instytucjonalni rzeczywiście angażują się w podejmowanie decyzji dotyczących spółek portfelowych (Gładki, 2023, art. 46e, nb. 9). Analogicznie jak w przypadku polityki dotyczącej zaangażowania przygotowanie i przyjęcie sprawozdania z tej realizacji powinno być interpretowane w świetle przepisów Kodeksu spółek handlowych jako czynność przekraczająca zakres zwykłego zarządu.

Przepisy ustawy o obrocie instrumentami finansowymi w zakresie informacji będących przedmiotem sprawozdania z realizacji polityki dotyczącej zaangażowania, analogicznie jak zakres informacji będących przedmiotem samej polityki, stanowi literalne powtórzenie brzmienia przepisów dyrektywy 2017/828 (art. 3g ust. 1 lit b dyrektywy 2017/828). Sprawozdanie powinno zawierać co najmniej ogólny opis sposobu głosowania, opis najważniejszych głosowań oraz opis sposobu korzystania z usług doradcy akcjonariusza do spraw głosowania, o którym mowa w art. 4 § 1 pkt 16 k.s.h. (art. 131o ust. 3 u.o.i.f.).

W zakresie informacji dotyczących sposobu wykonywania praw głosu firmy inwestycyjne powinny ujawnić generyczne informacje na temat wykonywania prawa głosu z posiadanych akcji, tj. przedstawiać zasady wykonywania prawa głosu wraz z uzasadnieniem stosowania takich zasad. Publikowanie tych informacji ma umożliwić interesariuszom weryfikację poziomu zaangażowania firm inwestycyjnych w sprawy spółek portfelowych.

Wymóg publikowania informacji na temat wykonywania prawa głosu nie nakłada obowiązku do przedstawienia szczegółowego opisu wszystkich spraw, w odniesieniu do których inwestorzy instytucjonalni oraz podmioty zarządzające aktywami wykonywali prawo głosu (Jaskułowska-Koźliczak & Róg-Dyrda, 2023, s. 1280). Sprawozdanie z realizacji polityki dotyczącej zaangażowania ma jednak zawierać opis najważniejszych głosowań (art. 131o ust. 3 pkt 2 u.o.i.f.). Ustawodawca nie wprowadza wyraźnych kryteriów w zakresie ustalania takich głosowań, co może powodować powstanie wątpliwości w zakresie rozróżnienia najważniejszych (najistotniejszych) głosowań od głosowań, które nie mają takiego charakteru. Przepisy ustawy o obrocie instrumentami finansowymi ograniczają się jedynie do wskazania możliwości wyłączenia głosowań, które są mało istotne ze względu na ich przedmiot lub wielkość udziału firmy inwestycyjnej w spółce portfelowej (art. 131o ust. 5 u.o.i.f.). Dalej idące zasady są zawarte w motywach dyrektywy 2017/828. Zgodnie z motywem 18 tej dyrektywy inwestorzy instytucjonalni powinni samodzielnie ustalić własne kryteria dotyczące tego, które głosowania są mało znaczące ze względu na przedmiot głosowania lub wielkość udziału w spółce i konsekwentnie je stosować. W konsekwencji należy wskazać, że firmy inwestycyjne mają, przy uwzględnieniu przepisu art. 131o ust. 5 u.o.i.f., swobodę decyzyjną w określeniu kryteriów wyboru najważniejszych (najistotniejszych) głosowań. Tymi kryteriami mogą być w szczególności przedmiot głosowań oraz udział w spółce portfelowej. Kryteria te powinny być stosowane przez firmy inwestycyjne w sposób konsekwentny.

Ponadto należy wskazać, że ani przepisy dyrektywy 2017/828, ani przepisy ustawy o obrocie instrumentami finansowymi nie zawierają zasad co do sposobu przedstawienia informacji na temat najważniejszych głosowań. Informacje na temat tych głosowań mogą być przedstawione w dowolnej formie. Zgodnie z udostępnionymi sprawozdaniami z realizacji polityki dotyczącej zaangażowania firmy inwestycyjne prezentują informacje na temat sposobu wykonywania prawa głosu w formie tabelarycznej.

Przedstawienie w sprawozdaniu z realizacji polityki dotyczącej zaangażowania informacji na temat korzystania z usług doradcy akcjonariusza do spraw głosowania, o którym mowa w art. 4 § 1 pkt 16 k.s.h., powinno obejmować informacje w zakresie powołania tych doradców oraz wyjaśniać, w jakim stopniu przygotowane przez nich analizy zostały uwzględnione przez firmy inwestycyjne przy wykonywaniu prawa głosu. Wymóg publikacji informacji we wskazanym zakresie wynika z roli, jaką pełnią te podmioty, oraz ich potencjalnego wpływu na wykonywanie prawa głosu przez firmy inwestycyjne. Opublikowane sprawozdania z realizacji polityki dotyczącej zaangażowania pokazują jednak, że firmy inwestycyjne objęte rozważanym reżimem nie korzystają z usług doradców akcjonariuszy do spraw głosowania.

Analogicznie jak w przypadku instytucji polityki dotyczącej zaangażowania katalog informacji wymagany ustawą o obrocie instrumentami finansowymi ma charakter minimalny. Niemniej jednak praktyka pokazuje, że firmy inwestycyjne publikujące sprawozdanie z realizacji polityki dotyczącej zaangażowania ograniczają się do minimalnego katalogu informacyjnego wymaganego na podstawie przepisów wskazanej ustawy.

Zasada „stosuj albo wyjaśnij”

Obowiązek opracowania i publikacji polityki dotyczącej zaangażowania oraz sprawozdania z jej realizacji nie znajduje zastosowania w przypadku, gdy podmiot podlegający tym obowiązkom opublikuje wyjaśnienie powodów ich nieopracowania lub nieopublikowania (art. 131o ust. 4 u.o.i.f.). Możliwość przedstawienia takich wyjaśnień zamiast publikacji polityki dotyczącej zaangażowania oraz sprawozdania z realizacji takiej polityki wynika z charakteru reżimu tej instytucji, tj. zasady *comply or explain* (art. 3g ust. 1 dyrektywy 2017/828). Jest to powszechnie stosowana zasada mająca zastosowanie do kodeksów dobrych praktyk (Kwaśnicki & Szymański, 2015, s. 38; Stroński, 2006, s. 111). Decyzja o przygotowaniu i publikacji rozważanych wyjaśnień bądź odstępiania od ich stosowania jest podejmowana przez osoby uprawnione do prowadzenia spraw zgodnie z przepisami Kodeksu spółek handlowych i aktami wewnętrznymi danych podmiotów i powinna być kwalifikowana jako czynność przekraczająca zakres zwykłego zarządu spółki.

Przepisy ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, odwołując się do przepisu art. 3g ust. 1 dyrektywy 2017/828 (Birkmose, 2021, s. 148–149), nie wskazują wprost, że publikowane wyjaśnienie powinno być jasne (zrozumiałe) i uzasadnione (*a clear and reasoned explanation*). Opierając się jednak na wykładni prounijnej oraz celowościowej, należy wskazać, że publikowane wyjaśnienie nie może być zbiorem abstrakcyjnie opisanych powodów przedstawiających podstawy do podjęcia decyzji o odstępianiu od przygotowania i publikowania polityki dotyczącej zaangażowania lub sprawozdania z jej realizacji. Wyjaśnienie to powinno zawierać opis przyczyn stanowiących rzeczywistą podstawę do odstępiania od przygotowania i publikacji polityki dotyczącej zaangażowania lub sprawozdania z jej realizacji. Publikowanie wyjaśnienia powinno być również przygotowane w sposób zrozumiały dla jego odbiorców.

Firmy inwestycyjne mają swobodę w wyborze pomiędzy opublikowaniem polityki dotyczącej zaangażowania, sprawozdania z jej realizacji oraz opublikowaniem wyjaśnień o przyczynach braku opublikowanych obu lub jednego z tych dokumentów. Jest to konsekwencja zasady „stosuj albo wyjaśnij”. Wybór opublikowania takich wyjaśnień nie może być obciążony odpowiedzialnością prawną. Podjęcie decyzji o opublikowaniu komunikatu wyjaśniającego powody nieopublikowania polityki dotyczącej zaangażowania oraz sprawozdania z jej realizacji w miejsce publikacji tych dokumentów nie wyklucza natomiast uszczerbku dla reputacji takich podmiotów (Birkmose, 2018, s. 87).

Obowiązki publikacyjne

Polityka dotycząca zaangażowania, sprawozdanie z jej realizacji albo wyjaśnienie powodów ich nieopracowania lub nieopublikowania takich dokumentów publikowane są na stronie internetowej firmy inwestycyjnej (art. 131p u.o.i.f.). Przepis ten odpowiada art. 3g ust. 2 dyrektywy 2017/828, któ-

ry nakłada obowiązek bezpłatnego udostępnienia wskazanych dokumentów na stronie internetowej firmy inwestycyjnej lub podmiotu zarządzającego aktywami. Przepisy przyjęte przez ustawodawcę krajowego wymagają jednak poczynienia kilku uwag.

Po pierwsze, należy wskazać, że przepis art. 131p u.o.i.f. nakłada na firmy inwestycyjne objęte regulacją polityki dotyczącej zaangażowania obowiązek posiadania strony internetowej w celu zadośćuczynienia wskazanemu obowiązkowi informacyjnemu. O ile rodzimy ustawodawca przewiduje obowiązek prowadzenia dla spółek akcyjnych oraz spółek komandytowo-akcyjnych strony internetowej (art. 5 § 5 k.s.h.), tak w odniesieniu do innych spółek ustawodawca nie wprowadza takiej generalnej zasady. Obowiązek ten może być kwalifikowany jako *sui generis* obowiązek posiadania strony internetowej przez podmioty inne niż spółki akcyjne oraz spółki komandytowo-akcyjne, które posiadają status firmy inwestycyjnej. Informacje publikowane na stronach internetowych nie podlegają obowiązkowemu ogłoszeniu w Monitorze Sądowym i Gospodarczym.

Po drugie, należy zauważyć, że rodzimy ustawodawca nie zdecydował o wprowadzeniu innych miejsc publikacji tych dokumentów, które są dopuszczane przez przepisy dyrektywy 2017/828 (Gładki, 2023, art. 46e, nb. 2). Pomimo że nie wynika to z brzmienia przepisu art. 131p u.o.i.f., należy dopuścić możliwość, aby firmy inwestycyjne dokonywały opublikowania rozważanych dokumentów na innych stronach internetowych lub za pośrednictwem innych środków przekazu. Dokonanie takiej publikacji nie zwalnia ich jednak z obowiązku publikacji tych dokumentów na swojej stronie internetowej. Dodatkowo dokonanie takiego ogłoszenia za pośrednictwem innych środków przekazu nie może wprowadzać w błąd co do publikowanych treści.

Przepis art. 131p u.o.i.f. nie określa również minimalnego okresu, przez jaki dokumenty te powinny być dostępne na stronie internetowej firmy inwestycyjnej. Wydaje się, że brak takiej regulacji wynika z faktu, że przepisy dyrektywy 2017/828 nie regulują omawianej problematyki. W tym zakresie podkreślenia wymaga, że choć nie wynika to wprost z przepisów powyższej dyrektywy, to państwa członkowskie na ich podstawie zostały zobowiązane do samodzielnego ustalenia zasad związanych z okresem publikacji rozważanych dokumentów. Rodzimy ustawodawca, jak wskazano wcześniej, dokonując transpozycji dyrektywy 2017/828, oparł model implementacji na literalnej treści przepisów dyrektywy, a w konsekwencji na wzór przepisów dyrektywy 2017/828 nie ustanowił minimalnego okresu dostępności tych dokumentów. Stanowi to jednak istotną lukę legislacyjną, zwłaszcza że publikacja tych dokumentów jest przedmiotem ochrony prawnokarnej. W świetle aktualnie obowiązujących przepisów dokumenty te mogą być więc dostępne przez dowolny okres. W celu uzupełnienia tego braku należy postulować, żeby polityka dotycząca zaangażowania była dostępna co najmniej do momentu przyjęcia i opublikowania nowej polityki zaangażowania lub opublikowania wyjaśnień o niestosowaniu polityki dotyczącej zaangażowania. Sprawozdanie z realizacji polityki dotyczącej zaangażowania powinno być z kolei dostępne co najmniej do chwili opublikowania kolejnego spr-

wozdanía albo wyjaśnień o przyczynach braku przygotowania lub publikacji takiego sprawozdania. Wyjaśnienie o przyczynach braku przygotowania lub publikacji polityki dotyczącej zaangażowania lub sprawozdania z jej realizacji powinno być natomiast dostępne do opublikowania kolejnych wyjaśnień lub, odpowiednio, do opublikowania polityki lub sprawozdania z jej realizacji.

Zasady odpowiedzialności

Grupa wskazanych powyżej obowiązków należy do tzw. obowiązków ujawnień przynależących do sfery prawidłowego *corporate governance*, podlegającego kontroli organów nadzorczych, a więc tworzącego również funkcję *compliance* (Fedorowicz, 2022, s. 843). W konsekwencji za naruszenie tych obowiązków przepisy ustawy o obrocie instrumentami finansowymi przewidują sankcję odpowiedzialności karnej, która może zostać poniesiona przez osoby odpowiedzialne za opracowanie i publikację rozważanych dokumentów. Występki związane z tymi dokumentami mają charakter publicznoprawny i są ścigane z urzędu (Oleś, 2022, s. 112–113; Zawłocki, 2022, s. 1094–1096). Oba z nich przynależą do przestępstw formalnych.

Za informacje zawarte w polityce dotyczącej zaangażowania, sprawozdania z jej realizacji albo wyjaśnień o przyczynach braku ich przygotowania lub publikacji są odpowiedzialni członkowie zarządu firmy inwestycyjnej, a w przypadku firmy inwestycyjnej będącej spółką osobową – wspólnicy lub komplementariusze w tej spółce, którym przysługuje prawo prowadzenia spraw spółki lub jej reprezentowania zgodnie z przepisami kodeksu spółek handlowych (art. 131r u.o.i.f.). W literaturze wskazano jednak, że krąg tych podmiotów nie ma charakteru bezwzględnego⁴. Zgodnie z tym poglądem odpowiedzialność ta może zostać poniesiona również przez inne osoby niewymienione w tym przepisie, które zgodnie z ustawą bądź też wewnętrznymi aktami korporacyjnymi (m.in. statutem, regulaminami) są odpowiedzialne za przygotowanie lub udostępnienie informacji zawartych w polityce dotyczącej zaangażowania lub w sprawozdaniu z jej realizacji. Krąg osób odpowiedzialnych w podmiotach z siedzibą poza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej powinien być ustalany zgodnie z prawem krajowym takich podmiotów.

Pierwszy przypadek zachowania zagrożonego odpowiedzialnością karną obejmuje odpowiedzialność za nieprzygotowanie, nieprzekazanie lub nieopublikowanie polityki dotyczącej zaangażowania, sprawozdania z jej realizacji albo wyjaśnienia powodów ich nieopracowania lub nieopublikowania (art. 178e u.o.i.f.). Przedmiotem ochrony jest dobro prawne w postaci zasad prawidłowego obrotu (Fedorowicz, 2022, s. 1095).

Drugi przypadek zachowania zagrożonego odpowiedzialnością karną obejmuje uwzględnienie w polityce dotyczącej zaangażowania nieprawdziwych danych lub zatajenie w nich prawdziwych danych wpływających w istotny sposób na treść tych informacji (art. 178f u.o.i.f.). Przedmiotem ochrony objętej tym przepisem jest prawidłowe funkcjonowanie rynku

kapitałowego oraz rzetelność danych publikowanych w polityce zaangażowania (Oleś, 2022, s. 113). Trzeba podkreślić, że nie każde zachowanie może stanowić podstawę odpowiedzialności karnej w analizowanym przypadku. Uwzględnienie w polityce dotyczącej zaangażowania nieprawdziwych danych lub zatajenie prawdziwych danych, które nie wpływają w istotny sposób na treść informacji ujawnionych w tej polityce, nie są kryminalizowane. Co istotne, analogiczne zachowanie polegające na uwzględnieniu nieprawdziwych informacji w sprawozdaniu z realizacji polityki dotyczącej zaangażowania albo wyjaśnieniach o przyczynach braku przygotowania lub publikacji polityki lub sprawozdania lub zatajenie w tych dokumentach prawdziwych danych wpływających w istotny sposób na ich treść nie jest penalizowane. W tym zakresie brak takiej odpowiedzialności rodzi wątpliwości co do zgodności z przepisem art. 14b dyrektywy 2017/828, który nakłada na państwa członkowskie obowiązek przyjęcia środków i sankcji na wypadek naruszenia przepisów krajowych, które to środki i sankcje powinny być skuteczne, proporcjonalne i odstraszające.

Niemniej jednak wprowadzenie sankcji karnej może budzić wątpliwości co do proporcjonalności tej odpowiedzialności w stosunku do charakteru dokonanych naruszeń. Przykładowo, przepisy prawa niemieckiego i włoskiego za naruszenia obowiązków związanych z przygotowaniem lub publikacją polityki dotyczącej zaangażowania, sprawozdania z jej realizacji albo wyjaśnień o przyczynach braku przygotowania lub publikowania tych dokumentów przewidują sankcje administracyjnoprawne. Takie podejście wydaje się być bardziej proporcjonalne i adekwatne do charakteru naruszeń związanych z obowiązkiem przygotowania, publikacji czy aktualizacji powyżej wskazanych dokumentów.

Ponadto należy wskazać, że niezależnie od odpowiedzialności karnej brak opublikowania któregoś ze wskazanych powyżej dokumentów lub podanie w nich nieprawdziwych informacji może stanowić również podstawę odpowiedzialności odszkodowawczej firmy inwestycyjnej względem beneficjenta publikowanej polityki, sprawozdania albo wyjaśnień o przyczynach braku przygotowania lub publikacji polityki lub sprawozdania. Odpowiedzialność ta ma jednak charakter teoretyczny. W literaturze niemieckiej w odniesieniu do możliwości powstania takiej odpowiedzialności wskazuje się, że takie roszczenie nie zostałoby uwzględnione z uwagi na fakt, że nie można ustalić związku przyczynowego pomiędzy nieopublikowaniem lub błędnym opublikowaniem polityki dotyczącej zaangażowania lub sprawozdania z jej realizacji a decyzją inwestycyjną (Hölters i in., 2022, § 134b, nb. 9–10). Przedstawiona uwaga znajduje odpowiednie zastosowanie w świetle przepisów prawa polskiego.

Podsumowanie

Instytucja polityki dotyczącej zaangażowania oraz sprawozdania z jej realizacji jest ważnym instrumentem pobudzania zaangażowania inwestorów instytucjonalnych oraz podmiotów zarządzających aktywami. Przepisy ustawy o obrocie

instrumentami finansowymi, jak i przepisy innych ustaw sektorowych, w których dokonano implementacji przepisów dyrektywy 2017/828 w zakresie rozważanych instrumentów, opierają się jednak na literalnym brzmieniu tej dyrektywy. Niemniej takie podejście nie zostało przyjęte wyłącznie przez rodzimego ustawodawcę. Implementacja ograniczona do literalnego brzmienia przepisów dyrektywy 2017/828 została dokonana również przez m.in. ustawodawcę niemieckiego. Przyjęcie takiego podejścia, choć dopuszczalne w świetle przepisów dyrektywy 2017/828 i pozostające w zgodności z tym aktem prawnym, powoduje jednak, że dokumenty przyjmowane przez firmy inwestycyjne mogą nie uwzględniać specyficznych uwarunkowań rynku kapitałowego funkcjonującego w danym państwie członkowskim. Ponadto implementacji do przepisów prawa polskiego towarzyszy szereg niejasności powodujących wątpliwości interpretacyjne w zakresie ich stosowania lub zgodności przyjętych przepisów z przepisami dyrektywy 2017/828. Z tego względu, biorąc pod uwagę rozważania objęte niniejszym artykułem, uzasadnione jest przedstawienie wniosków *de lege ferenda*.

Pierwszy obszar postulowanych modyfikacji obejmuje wprowadzenie zmian w zakresie okresów dostępności polityki dotyczącej zaangażowania oraz sprawozdania z realizacji tej polityki. Obowiązujące przepisy nie określają minimalnego okresu dostępności tych dokumentów. Z tego względu należy postulować wprowadzenie ustawowego minimalnego okresu ich dostępności na wzór przykładowo przepisów prawa niemieckiego⁵.

Drugi obszar postulowanych zmian obejmuje zasady odpowiedzialności za nieprawidłowe lub nienależyte wypełnienie obowiązków związanych z przygotowaniem lub opublikowaniem polityki dotyczącej zaangażowania lub sprawozdania z jej realizacji albo wyjaśnień o przyczynach braku przygotowania lub publikacji rozważanej publikacji lub sprawozdania. Obowiązujące przepisy przewidujące odpowiedzialność karłą za nieprawidłowe lub nienależyte wypełnianie obowiązków związanych z brakiem przygotowania lub opublikowania tych dokumentów można uznać za nieproporcjonalne do wagi dokonanych naruszeń. W tym zakresie oparcie reżimu odpowiedzialności na odpowiedzialności o charakterze administracyjnym wydaje się bardziej adekwatne.

Ponadto w ramach rewizji obowiązujących zasad odpowiedzialności należy rekomendować wprowadzenie wyraźnej sankcji za zamieszczenie w sprawozdaniu z realizacji polityki dotyczącej zaangażowania albo wyjaśnieniach o przyczynach braku przygotowania lub publikacji polityki dotyczącej zaangażowania lub sprawozdania z jej realizacji nieprawdziwych danych lub zatajenie prawdziwych danych wpływających w istotny sposób na treść tych dokumentów. Jak wykazano w opracowaniu, zachowanie to w świetle obowiązujących przepisów prawa polskiego nie jest sankcjonowane. Stanowi to istotną lukę w zakresie mechanizmów o charakterze represyjno-dyscyplinującym, co, jak wskazano, budzi uzasadnione wątpliwości w zakresie zgodności takiego uregulowania z przepisami dyrektywy 2017/828.

Niezależnie jednak od powyższych postulowanych zmian uważam, że instytucja polityki dotyczącej zaangażowania oraz sprawozdania z jej realizacji, choć stanowi istotny krok

w kierunku pobudzania zaangażowania akcjonariuszy instytucjonalnych, ma jedynie niewielki wpływ na zwiększenie zaangażowania firm inwestycyjnych.

Po pierwsze, podkreślenia wymaga, że nie wszystkie podmioty posiadające status firmy inwestycyjnej są objęte rozważanymi przepisami, ale tylko te, które świadczą usługi w zakresie zarządzania portfelami i które w ramach świadczenia tych usług dokonują inwestycji w dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym akcje spółek. Zakres podmiotowy zastosowania tych przepisów jest więc bardzo ograniczony.

Po drugie, instytucja polityki dotyczącej zaangażowania nie nakłada obowiązku wykonywania prawa głosu na walnych

zgromadzeniach spółek portfelowych. W tym zakresie instrumenty te, w szczególności polityka dotycząca zaangażowania, stanowi jedynie zbiór zamiarów firm inwestycyjnych w zakresie wykonywania prawa głosu w spółkach portfelowych.

Po trzecie, praktyka obrotu pokazuje, że inwestorzy końcowi (klienci lub potencjalni klienci firm inwestycyjnych) jedynie w niewielkim stopniu są zainteresowanymi informacjami zamieszczonymi w tych dokumentach. Można więc wysunąć wniosek, że głównym adresatem publikacji tych dokumentów są same firmy inwestycyjne publikujące te dokumenty, co nie przynosi praktycznych skutków w postaci zwiększenia ich zaangażowania.

Przypisy/Notes

¹ Artykuł opracowany w ramach realizacji projektu badawczego o numerze 2024/53/N/HS5/00255 finansowanego przez Narodowe Centrum Nauki.

² Obowiązki w zakresie rozważanego reżimu zostały nałożone, oprócz firm inwestycyjnych, również na następujące podmioty: towarzystwo zarządzające funduszem lokującym aktywa w dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym akcje spółek (art. 46d u.f.i.), zarządzającego ASI, który zarządza alternatywną spółką inwestycyjną, która to spółka lokuje aktywa w akcje spółek dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym (art. 70ba u.f.i.), zakłady ubezpieczeń i zakłady reasekuracji, wykonujące działalność w zakresie ubezpieczeń i reasekuracji ubezpieczeń, o których mowa w dziale I załącznika do ustawy o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej, które prowadzą działalność w zakresie lokowania aktywów w akcje spółek, które są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym (art. 222a–222b u.d.u.r.) oraz pracownicy funduszy w rozumieniu przepisu art. 8 pkt 6 ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych lokujący aktywa w akcje spółek notowanych na rynku regulowanym (art. 142a u.f.e.).

³ Definicja zarządzania portfelami powinna być interpretowana zgodnie z przepisem art. 75 ust. 1 u.o.i.f.

⁴ Por. na gruncie rozważań na temat informacji publikowanych przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych: Gładki, 2023, art. 46g, nb. 2.

⁵ § 134b ust. 5 AktG nakłada obowiązek, aby rozważane dokumenty były dostępne przez co najmniej trzy lata od momentu ich publikacji.

Bibliografia/References

Literatura/Literature

- Balp, G., & Strampelli, G., (2022). Institutional Investor ESG Engagement: The European Experience. *European Business Organization Law Review*, (23).
- Birkmose, H. S. (2018). From shareholder rights to shareholder duties – a transformation of EU corporate governance in a sustainable direction. *InterEULawEast. Journal for the International and European Law, Economics and Market Integrations*, 5(2). <https://doi.org/10.22598/iele.2018.5.2.2>
- Birkmose, H. S. (2021). W: H. S. Birkmose, & K. Sergakis (red.), *The Shareholder Rights Directive II: A commentary*. Edward Elgar Publishing.
- Fedorowicz, M. (2022). W: T. Sójka (red.), *Obrót instrumentami finansowymi. Komentarz*. Wolters Kluwer.
- Gładki, Ł. (2023). W: K. Osajda (red. serii), J. Dybiński (red. tomu), *Ustawa o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi*. Legis/lel.
- Glicz, M. (2018). *Spółka publiczna a spółka akcyjna. Analiza typologiczna*. C.H.Beck.
- Hölter, W., Weber, M., & Krebs, Ch. A. (2022). W: W. Hölter, & M. Weber (red.), *Aktiengesetz. Kommentar*. Beck Online.
- Jaskułowska-Koźliczak, A., & Róg-Dyrda, J. (2023). W: M. Wierzbowski, L. Sobolewski, & P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego*. Tom I. C.H.Beck.
- Katelouzou, D., & Sergakis, K. (2021). When harmonization is not enough: Shareholder stewardship in the European Union. *European Business Organization Law Review*, 22(6). <https://doi.org/10.1007/s40804-020-00198-5>
- Kwaśnicki, R. L., & Szymański, K. (2015). Reforma corporate governance z elementami (małej) rewolucji. *Międzynarodowe Prawo Handlowe*, (4).
- Mazur, P. (2023). W: A. Herbet (red.), *Podstawowe problemy i konstrukcje współczesnego prawa handlowego*. C.H.Beck.
- Oleś, A. (2022). W: J. Glumińska-Pawlic (red.), *Odpowiedzialność osób zarządzających podmiotami gospodarczymi. Ujęcie publicznoprawne*. Wolters Kluwer.
- Oplustil, K. (2010). *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*. C.H.Beck.
- Oplustil, K., & Sas, M. (2015). Działanie w porozumieniu (acting in concert) a wykonywanie praw korporacyjnych w spółkach publicznych. *Przegląd Prawa Handlowego*, (5).
- Paccas, A. M. (2018). W: D. Busch, E. Avgouleas, & G. Ferrarini (red.), *Capital Markets Union in Europe*. Oxford University Press.
- Prager, I. (2019). *Doradcy inwestorów do spraw głosowania (proxy advisors)*. C.H.Beck.
- Sójka, T. (2022). W: J. Haberko, J. Grykiel, & K. Mularski (red.), *Ius civile vigilantibus scriptum est. Księga jubileuszowa Profesora Adama Olejniczaka*. C.H.Beck.
- Stroiński, R. (2006). W: M. Cejmer, J. Napierała, & T. Sójka (red.), *Europejskie prawo spółek. Tom III. Corporate governance*. Wolters Kluwer.
- Zawłocki, R. (2022). W: T. Sójka (red.), *Obrót instrumentami finansowymi. Komentarz*. Wolters Kluwer.

Akty prawne/Legal acts

- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/828 z dnia 17.05.2017 r. zmieniająca dyrektywę 2007/36/WE w zakresie zachęcania akcjonariuszy do długoterminowego zaangażowania (Dz. Urz. UE L 132, 20.05.2017, s. 1–25), dalej: dyrektywa 2017/828.
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15.05.2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz. Urz. UE L 173, 12.06.2014, s. 349–496), dalej: dyrektywa 2014/65/UE.
- Niemiecka ustawa z 6.09.1965 r. o spółkach akcyjnych (Aktiengesetz, BGBl. I s. 1089 ze zm.), dalej: AktG.

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16.04.2014 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, 12.06.2014, s. 1–61), dalej: rozporządzenie MAR.

Ustawa z dnia 28.08.1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (Dz.U. z 2023 r., poz. 930 ze zm.), dalej: u.f.e.

Ustawa z dnia 15.09.2000 r. – Kodeks spółek handlowych (Dz.U. z 2024 r., poz. 18 ze zm.), dalej: k.s.h.

Ustawa z dnia 27.05.2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (Dz.U. z 2023 r., poz. 681 ze zm.), dalej: u.f.i.

Ustawa z dnia 29.07.2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2023 r., poz. 646 ze zm.), dalej: u.o.i.f. lub ustawa o obrocie instrumentami finansowymi.

Ustawa z dnia 29.07.2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2022 r., poz. 2554 ze zm.), dalej: u.o.p.

Ustawa z dnia 11.09.2015 r. o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Dz.U. z 2023 r., poz. 1844 ze zm.), dalej: u.d.u.r.

Inne źródła/Other sources

Uchwała Nr 94/2022 Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 25.03.2022 r. https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Uchwala_94_2022_77592.pdf, dalej: uchwała KNF z 25.03.2022.

Mgr Dominik Mizerski

Doktorant w Szkole Doktorskiej Uniwersytetu Śląskiego w Katowicach, członek zespołu naukowego Prawa Gospodarczego i Handlowego.

Mgr Dominik Mizerski

Doctoral student at the Doctoral School of the University of Silesia in Katowice, member of the scientific team of Economic and Commercial Law.

ZAPOWIEDŹ



SEBASTIAN SANIUK

ORGANIZACJA CYBERFIZYCZNYCH SIECI PRODUKCYJNYCH MŚP W WARUNKACH CZWARTEJ REWOLUCJI PRZEMYSŁOWEJ

W monografii skoncentrowano się zwłaszcza na identyfikacji poziomu dostosowania małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP) produkcyjnych do sieciowej współpracy przy wykorzystaniu inteligentnych technologii czwartej rewolucji przemysłowej oraz na wykorzystywanych przez przedsiębiorstwa sposobach koordynacji cyberfizycznych sieci zorientowanych na realizację spersonalizowanych zleceń produkcyjnych. Dla ułatwienia nawiązywania współpracy oraz implementacji koncepcji Przemysłu 4.0 i Przemysłu 5.0 zaproponowano model biznesu cyberfizycznych sieci oparty na elementach architektury technicznej,

w tym na platformie e-biznesowej pozwalającej na lepszą integrację i współpracę z klientem oraz planowanie tymczasowych cyberfizycznych sieci produkcyjnych przedsiębiorstw zorientowanych na wspólną realizację spersonalizowanych zleceń produkcyjnych. Przedstawiana konceptualizacja modelu biznesu, który opiera się na e-platformie, może zapewnić inteligentną komunikację dotyczącą zasobów MŚP poprzez automatyczną wymianę danych w czasie rzeczywistym w całej sieci oraz pozwolić sektorowi MŚP na konkurowanie z silnymi pod względem posiadanego kapitału, nowoczesnymi, inteligentnymi fabrykami przyszłości. Ponadto w pracy zaproponowano metodykę weryfikacji planowanych do realizacji spersonalizowanych zleceń produkcyjnych, która pozwoli ocenić szanse zorganizowania cyberfizycznej sieci produkcyjnej, zdolnej do terminowej i zgodnej z przyjętym budżetem realizacji takich zleceń.