



## ZWIĄZEK MAKLERÓW I DORADCÓW

00-676 Warszawa, ul. Marszałkowska 68/70 lok.. 30  
<http://www.zmid.org.pl>

tel./fax (22) 628 37 43  
e-mail: [biuro@zmid.org.pl](mailto:biuro@zmid.org.pl)

Warszawa, 23.06.2009r.

Szanowny Pan  
Robert Wąchała  
Dyrektor Departamentu Nadzoru Obrotu  
Komisja Nadzoru Finansowego  
Pl. Powstańców Warszawy 1

Szanowny Panie Dyrektorze,

W nawiązaniu do pisma z dnia 15.06.2009r., w imieniu Związku Maklerów i Doradców, pragnę przekazać ustosunkowanie się ZMiD do stanowiska Stowarzyszenia Emitentów Giełdowych w sprawie zmian legislacyjnych dotyczących pochodnych instrumentów finansowych.

**Związek stoi na stanowisku, że zawierane przez emitentów giełdowych transakcje na instrumentach pochodnych powinny być uregulowane w przepisach prawa.** Obecny stan pokazał, że brak takich regulacji powoduje duże rozbieżności w informacjach przekazywanych przez emitentów lub brak tych informacji. Zdaniem ZMiD jedynie uregulowane prawnie i jasno określone warunki, które powodują obowiązek informacyjny emitenta, będą w stanie po pierwsze **wymóc na emitentach podawanie takich informacji** oraz po drugie **wystandaryzować informacje przedstawiane przez emitentów**, co ułatwi akcjonariuszom zapoznanie się z prawdziwą sytuacją spółek. Uważamy, że zaproponowane przez SEG przyjęcie przez KNF interpretacji i przesłanie jej do emitentów jest rozwiązaniem dobrym, ale nierozwiązującym problemu. Takie rozwiązanie powinno być ewentualnie zastosowane do czasu uregulowania w przepisach prawa. Z tego też względu ZMiD podtrzymuje swoje stanowisko,

mówiące o uregulowaniu obowiązku informacyjnego emitenta dot. instrumentów pochodnych w rozporządzeniu 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. Aby uniknąć w przyszłości sytuacji, która miała miejsce w ostatnim czasie, **ZMiD stoi na stanowisku, że uregulowanie to powinno dotyczyć wszystkich instrumentów pochodnych i na wszystkie instrumenty bazowe** (nie zaś tylko opcji walutowych jak proponuje SEG). ZMiD uważa również, że uregulowanie powinno brać pod uwagę wszystkie podniesione przez nas kwestie, tak aby przepisy prawa jasno przedstawiały co powoduje obowiązek informacyjny oraz o czym emitent musi poinformować, gdy taki obowiązek powstanie.

Odnosząc się do podnoszonych przez SEG kwestii:

- Uważamy, że zaproponowane przez nas rozwiązanie nie będzie nadmiernym obciążeniem dla spółek, po pierwsze z uwagi na fakt, że obowiązek informacyjny powstawałby dopiero, gdy wartość zabezpieczanego instrumentu bazowego byłaby wyższa niż 10% kapitałów własnych. Po drugie, jak pokazuje praktyka, wiele spółek już od kilku lat publikuje takie informacje, pomimo iż zawiera dużo transakcji zarówno na opcjach jak i kontraktach forward. **Spółki każdorazowo po zawarciu takiej transakcji otrzymują z banku potwierdzenie zawarcia transakcji** (faxem; e-mailem lub listownie - zależnie od tego jaką złożyły dyspozycję podczas podpisywania umowy ramowej z bankiem). **Potwierdzenie to zawiera wszystkie istotne warunki transakcji**, które w przedstawionej przez nas propozycji powinny zostać opublikowane.
- Również w opinii ZMiD opcje są pożytecznym narzędziem pozwalającym ograniczać zabezpieczane ryzyko. Z tego też względu w naszym stanowisku nie podnosimy tematu opcji, a temat wszystkich instrumentów pochodnych i na wszystkie instrumenty bazowe – nie jedynie walutę.
- Istotna jest informacja zarówno o zaangażowaniu w instrumenty pochodne jak i braku zaangażowania – zaproponowane przez nas rozwiązanie uwzględnia tą kwestię – brak podanej informacji przez spółkę oznacza brak zaangażowania spółki w instrumenty pochodne (ewentualnie nieznaczne zaangażowanie).

W przypadku podnoszonego przez SEG tematu ekspozycji netto – temat wiąże się jedynie z walutą. ZMiD w swoim stanowisku odnosi się do wszystkich instrumentów bazowych. Jeśli zaś chodzi o walutową ekspozycję netto, to trzeba mieć na uwadze, że **spółka nie jest w stanie dokładnie określić swojej zabezpieczanej ekspozycji netto, gdyż dotyczy ona przyszłych przychodów i kosztów**. Może jedynie określić ekspozycję netto z zeszłego okresu lub oczekiwaną ekspozycję netto (tu niestety wchodzi element prognozy spółki, która jak pokazuje obecna sytuacja, nie zawsze się sprawdza). Uważamy, że dobrym rozwiązaniem byłoby proponowane przez SEG zalecenie KNF, aby spółki publikowały informacje na ten temat. W naszej opinii jednak, emitenci powinni to robić w raporcie rocznym i półrocznym. Szczegółowe przedstawienie ekspozycji netto jest czasochłonne, z tego też względu uważamy, że wystarczy, jeśli podadzą ją dwa razy w roku. Dodatkowo raporty półroczne i roczne są publikowane po badaniu (roczny) lub przeglądzie (półroczny) audytora i w okresie dłuższym od zakończeniu okresu sprawozdawczego, dzięki czemu informacja o ekspozycji netto będzie rzetelniej przygotowana. **W opinii ZMiD emitenci powinni informować o swojej ekspozycji netto za ubiegły rok/półrocze jeśli chodzi o RZiS oraz na dzień bilansowy jeśli chodzi o bilans z wyszczególnieniem konkretnych pozycji jak należności, zobowiązanie handlowe, kredyty itd.** (o czym piszemy w pkt. 7 tego pisma). Uważamy również, że jeśli emitent podaje raporty skonsolidowane i jednostkowe wystarczy jeśli poda informację o ekspozycji netto dotyczącą skonsolidowanej grupy.

- Sytuacja ta zdarzyła się po raz pierwszy, ale nie jest powiedziane, że nie zdarzy się po raz kolejny w przypadku tych lub innych instrumentów bazowych – np. surowce. Znana jest sprawa spółki LOT, która nie tylko zabezpieczyła walutę, ale również cenę zakupu ropy naftowej (obecnie musi nabywać ropę po bardzo wysokich cenach). Jest wiele spółek giełdowych, które zaangażowały się w procentowe instrumenty pochodne – co zupełnie nie było uzasadnione. W opinii ZMiD lepiej jest, aby akcjonariusze podejmujący decyzję o inwestycji w danego emitenta mieli jasny obraz sytuacji w zakresie tak znaczących i rodzących ryzyko umów. Przepisy prawa jasno mówią, że emitent ma obowiązek informacyjny o zawieranych umowach powyżej 10% kapitałów własnych – **ominięło to instrumenty pochodne jedynie z uwagi na lukę prawną**, o której pisaliśmy w swoim stanowisku (**brak jednoznaczności co jest przedmiotem umowy – instrument**

**pochodny czy instrument bazowy oraz w przypadku wielu umów - podmiotowość a nie przedmiotowość umowy**, co w odniesieniu do instrumentów pochodnych jest niezmiernie ważne). **Uważamy, że takie luki należy eliminować, nie zaś liczyć na to, że sytuacja się nie powtórzy.**

- Uregulowanie instrumentów pochodnych nie jest „doprecyzowaniem”, które może mieć taki skutek. W opinii ZMiD, **obecne przepisy tak naprawdę nie regulują instrumentów pochodnych – jest to tak jak pisaliśmy swego rodzaju luka prawna.** Instrumenty pochodne są wyjątkowe z uwagi na to, iż nie jest jasne co jest przedmiotem umowy – instrument pochodny czy też bazowy. Jeśli pochodny, to w momencie zawierania umowy wartość umowy jest równa zero (lub bliska zero), zaś jej wartość w czasie może się zmieniać w nieskończoność, co spowodowało obecną sytuację. Bardzo ważne jest więc tu określenie, że w przypadku instrumentów pochodnych przedmiotem umowy jest dany rodzaj instrumentu bazowego. Niezmiernie ważna jest też kwestia wielu umów z różnymi podmiotami (a z takimi sytuacjami mieliśmy najczęściej do czynienia). Obecnie rozporządzenie mówi o znaczącej umowie, jako o dwóch lub więcej umowach zawieranych przez emitenta lub jednostkę od niego zależną z jednym podmiotem. W przypadku instrumentów pochodnych ważny powinien być przedmiot umowy (a więc rodzaj instrumentu bazowego), a nie podmiot, z którym umowa jest zawierana. Obie te kwestie pokazują, że instrumenty pochodne nie wchodzą w zakres obecnych regulacji. Jeśli udało się taką lukę wykryć, uważamy, że powinna być ona zlikwidowana.
- Uważamy, że nie problem jest w warunkach finansowych, ale w tym co podnosiliśmy w naszym stanowisku – w przypadku instrumentów pochodnych zgodnie z obecnymi regulacjami nie powstawał obowiązek informacyjny w momencie zawarcia umowy. Dodatkowo ZMiD uważa, że powinny zostać uregulowane wszystkie instrumenty pochodne, nie zaś jak proponuje SEG jedynie opcje walutowe.
- Zgodnie z tym co napisaliśmy w pkt. 3 tego pisma, uważamy, że wystarczy jeśli emitenci przedstawią ekspozycję netto w raporcie rocznym i półrocznym – kwartalnie mogą być znaczące przesunięcia (sezonowość), co może zniekształcać obraz firmy. Należy przy tym pamiętać, że w przypadku rachunku zysków i strat będzie to pozycja przeszła, zaś w przypadku bilansu będzie to pozycja na dzień bilansowy – należności, zobowiązania

handlowe, kredyty (długo, krótkoterminowe itd.). Z tego też względu nie zrozumiałe jest dla nas sformułowanie w opinii SEG mówiące o „informacjach odnośnie pozycji w poszczególnych walutach wraz ze wskazaniem sposobu ich zabezpieczenia”. W opinii ZMiD emitenci powinni przedstawić w raporcie rocznym i półrocznym ekspozycję walutową – oddzielnie dla RZiS (przeszłe przychody, koszty) i oddzielnie dla pozycji bilansowych na koniec roku/półroczna (należności, zobowiązania handlowe, kredyty) – co wiele spółek już robi. I tak jak napisaliśmy – w tym wypadku byłaby pomocna interpretacja przepisów przez KNF wysłana do emitentów.

- W opinii ZMiD, bez zmiany dotychczasowych przepisów nie da się tak „zinterpretować obecnych”, aby pozwoliły one rozwiązać powstały problem, głównie z uwagi na podnoszoną przez nas cały czas przedmiotowość umów - co bowiem będzie, jeśli spółka zawrze umowy z wieloma bankami – obecne przepisy mówią o umowie „podmiotowej”, a nie „przedmiotowej”, co podnosił ZMiD w swoim stanowisku. Dodatkowo rozwiązanie zaproponowane przez SEG - mówiące o powstaniu obowiązku informacyjnego w momencie, gdy nierozliczone transakcje przekraczają 10% kapitałów własnych niestety oznacza, że akcjonariusze będą poinformowani dopiero, gdy zobowiązanie/należność emitenta będzie bardzo wysoka. Rozwiązanie to oznacza również zrodzenie się obowiązku informacyjnego zarówno w wypadku powstania należności jak i zobowiązania emitenta. ZMiD wyszedł z założenia, że przepisy powinny chronić inwestorów przed ryzykami jakie niosą ze sobą zawierane umowy. Jeśli nie niosą one ryzyka – nie powinny rodzić obowiązku informacyjnego (kupno opcji).
- Powyższe wymogi nie powinny odnosić się do banków i z tego też względu w naszej opinii do banków się nie odnosiliśmy.
- Nawiązując do rozesłania interpretacji KNF – jak najbardziej przed uregulowaniem w przepisach prawa można rozważyć takie rozwiązanie, jednak w naszej opinii kluczowa będzie zmiana w rozporządzeniu. Jeśli KNF roześle interpretację, trzeba również bardzo dokładnie opisać kwestię przedmiotowości umowy, zaznaczyć czy obowiązek informacyjny odnosi się jedynie do waluty czy też do wszystkich instrumentów pochodnych, ustalić dokładne parametry, o których emitenci powinni poinformować i ustalić co rodzi obowiązek informacyjny (czy jedynie zobowiązanie czy też należność emitenta).

- Odnośnie podniesionej przez SEG kwestii nazewnictwa instrumentów. Strategie opcyjne, które były oferowane przez banki **nazywane były prawidłowo zerokosztowymi strategiami opcyjnymi**. Wynika to z tego, że kupno opcji wiąże się z kosztem, który emitent musi ponieść. Koszt ten był rekompensowany poprzez sprzedawanie przez emitenta opcji (za którą otrzymałby normalnie premię, ale z uwagi na jednoczesne kupno opcji z którym wiązał się koszt, premia ta była niwelowana kosztem kupowanej opcji). Była to więc strategia zerokosztowa (w momencie nabycia koszt startegii=0). Opcje to instrumenty, które można zarówno kupować jak i sprzedawać, z tego też względu nie zgadzamy się z opinią SEG, że opcje nie niosą ze sobą ryzyka. **Tylko kupno opcji nie rodzi ryzyka, natomiast sprzedaż opcji rodzi ryzyko nieograniczonych strat**. To właśnie sprzedaż opcji przez emitentów spowodowała powstałą sytuację.
- Z uwagi na brak konkretnych propozycji zapisu proponowanej „interpretacji KNF” nie możemy się do niej odnieść.

Podsumowując podtrzymujemy nasze stanowisko, mówiące o uregulowaniu obowiązków informacyjnych emitentów w zakresie instrumentów pochodnych w rozporządzeniu 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, w proponowanym przez nas brzmieniu. Popieramy wystosowanie przez KNF interpretacji dotyczącej raportowania przez emitentów informacji odnośnie ekspozycji netto, jednakże uważamy, że emitenci powinni to przedstawiać w raportach półrocznych oraz rocznych. Uważamy również, że bardzo ważne będzie dokładne doprecyzowanie co emitenci mają przedstawić w raporcie – a więc zarówno ekspozycję RZiS oraz bilansową. Chcielibyśmy przy tym zaznaczyć, że wielu emitentów robi to już obecnie w dziale „ryzyko walutowe”.

Łączę wyrazy szacunku

Magdalena Zajączkowska-Ejsymont  
Prezes Związku Maklerów i Doradców