



## 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, dnia 12.03.2009r.

### **Stanowisko Związku Maklerów i Doradców w sprawie zmian w przepisach dotyczących obowiązków informacyjnych emitentów związanych z transakcjami na instrumentach pochodnych**

Związek Maklerów i Doradców podziela opinię, że problem przekazywania informacji przez emitentów, dotyczących zawierania transakcji na instrumentach pochodnych, nie jest w sposób dostateczny uregulowany w przepisach prawa. Brak takich informacji znacząco utrudnia rzetelną ocenę sytuacji emitenta przez jego akcjonariuszy i innych uczestników rynku kapitałowego. Z tego też względu w opinii ZMiD emitenci powinni mieć obowiązek przekazywania takich informacji do publicznej wiadomości, a obowiązek taki powinny nakładać na niego przepisy prawa.

W opinii ZMiD problem uregulowania omawianego tematu pociąga za sobą kilka znaczących kwestii, m.in.:

- 1) Ustalenie sposobu powstawania obowiązków informacyjnych emitentów, dotyczących transakcji na instrumentach pochodnych, w tym określenie czy obowiązek taki powstaje w momencie:
  - a) zawarcia jakiegokolwiek transakcji na instrumentach pochodnych przez emitenta i jego spółki zależne,  
czy też w momencie:
  - b) zawarcia przez emitenta i jego spółki zależne transakcji na instrumentach pochodnych, gdy wartość instrumentu bazowego, na który dany instrument pochodny opiewa przewyższa 10% kapitałów własnych.

W wypadku propozycji b), do której ZMiD się przychyliła, należy rozważyć następujące, rodzące się za tym wyborem, kwestie, a więc:

- 1) Utożsamienie pojęcia zawarcia transakcji na instrumentach pochodnych z pojęciem zawarcia umowy, w tym wyodrębnienie umów na transakcjach pochodnych jako umów przedmiotowych, nie zaś podmiotowych, a więc nie zależących od podmiotu z którym zostały zawarte, ale przedmiotu którego dotyczyły (a więc danego rodzaju instrumentu bazowego).
- 2) Określenie co oznacza pojęcie znacząca umowa w przypadku transakcji na instrumentach pochodnych, w tym:
  - a) ustalenie co jest przedmiotem takiej umowy – szczegółowe określenie, że przedmiotem umowy jest wartość instrumentu bazowego, na który dany instrument pochodny opiewa
  - b) ustalenie co rodzi powstanie obowiązku informacyjnego – czy zobowiązanie emitenta, a więc w przypadku opcji – wystawienie opcji, czy również prawo emitenta, a więc kupno opcji.
  - c) ustalenie o jakich transakcjach emitent powinien poinformować, w momencie powstania obowiązku informacyjnego
  - d) zdefiniowanie umowy znaczącej również jako szeregu umów i ustalenie łączących się z tym obowiązków informacyjnych, w tym zdefiniowanie pojęcia „rodzaj instrumentu bazowego”
- 3) Określenie rodzajów instrumentów pochodnych oraz instrumentów bazowych dla tych transakcji, których obowiązki informacyjne miałyby dotyczyć.
- 4) Ustalenie przejrzystego sposobu raportowania przez emitentów informacji o transakcjach na instrumentach pochodnych.

Zawarcie przez emitenta transakcji na instrumentach pochodnych jest zawarciem umowy z bankiem, zgodnie z którą emitent ma, w zależności od tego jaki to jest instrument, odpowiednie prawa/obowiązki związane z jej realizacją. Problem polega jednak na tym, że umowa ta w momencie zawarcia ma z punktu widzenia emitenta wartość równą zero lub bliską zera, w związku z czym emitent nie ma obowiązku przekazywania informacji do publicznej wiadomości o takiej umowie.

W opinii ZMiD są dwa możliwe rozwiązania tej kwestii. Pierwszym z nich byłby zapis w przepisach prawa mówiący o nałożeniu na emitenta oraz na jego spółki zależne obowiązku przekazywania do informacji publicznej wszystkich umów dotyczących transakcji na instrumentach pochodnych. Z uwagi jednak na to, że wielu emitentów zawiera nawet

kilkadziesiąt takich umów rocznie, ilość przekazywanych informacji może po pierwsze znacząco utrudnić bieżącą działalność emitenta, jak i spowodować chaos informacyjny dla uczestników rynku. Drugą możliwością jest nałożenie na emitenta i jego spółki zależne obowiązku informacyjnego o zawarciu umów dotyczących transakcji na instrumentach pochodnych, gdy wartość instrumentu bazowego na który dany instrument pochodny opiewa, przewyższa 10% kapitałów własnych, przy jednoczesnym zapisie, że obowiązek informacyjny rodzi się z zobowiązania emitenta (a więc forward, czy też wystawienie opcji), nie zaś prawa (kupno opcji). W przypadku transakcji typu forward przepis ten jasno określałby, kiedy emitent ma obowiązek informacyjny. W przypadku opcji i strategii opcyjnych należałoby się zastanowić nad kwestią czy emitent powinien informować jedynie o wystawieniu opcji czy również w wypadku zakupu opcji, który to nie rodzi nieograniczonego ryzyka. Należy przy tym pamiętać, że strategie opcyjne zazwyczaj składają się z zakupionych oraz wystawionych opcji i obowiązek informowania jedynie o opcjach wystawionych, znacząco utrudni wycenę takiego instrumentu i nie będzie przedstawiał rzetelnego obrazu sytuacji emitenta. Z tego względu, pomimo iż zakupione opcje nie rodzą ryzyka (poza utratą zapłaconej premii), ZMiD stoi na stanowisku, aby emitent informował zarówno o zakupie jak i wystawieniu opcji, gdyż rozdzielenie tego w przepisach prawa będzie trudne i może prowadzić do niejasności, jednakże jednocześnie, rodzić obowiązek informacyjny powinno zobowiązanie emitenta, nie prawo, co również powinno być zapisane w przepisach prawa.

Kolejną kwestią, na którą również należy zwrócić uwagę, jest fakt, że każdorazowe zawarcie transakcji na instrumentach pochodnych nie wiąże się z podpisywaniem oddzielnej umowy z bankiem. Spółki zazwyczaj podpisywały umowę ramową, zgodnie z którą określone w niej osoby mogły zawierać transakcje na instrumentach pochodnych przez telefon. Zawarcie takiej transakcji nie wiązało się z podpisywaniem każdorazowo oddzielnej umowy, gdyż umowa ramowa dopuszczała taki tryb zawierania transakcji. Dodatkowo należy oczekiwać sytuacji w której emitenci, aby ominąć przepisy prawa, będą zawierać szereg małych umów, które obowiązku informacyjnego na nich nie nakładają. Można się również spodziewać, że umowy te będą zawierane z różnymi podmiotami, co dodatkowo zwolni ich z obowiązków informacyjnych. Należałoby też zdefiniować w ustawie pojęcie „rodzaj instrumentu bazowego” rozumiany jako dany typ instrumentu bazowego (np. walutę jako całość), aby nie powstała sytuacja w której emitent może ominąć obowiązek informacyjny poprzez zawarcie kontraktów np. w połowie na EUR i w połowie na USD. Z tego też względu w przepisach prawa należałoby wyszczególnić, że po pierwsze:

- a) pod pojęciem umowy rozumie się również zawarcie transakcji na instrumentach pochodnych

oraz po drugie, że:

- b) pod pojęciem umowy znaczącej rozumie się również szereg umów, w których łączna wartość danego rodzaju instrumentu bazowego, na który zawarte zostały transakcje na instrumentach pochodnych powodujące zobowiązanie emitenta, w ciągu ostatnich 12 miesięcy przekroczy 10% kapitałów własnych, niezależnie od tego czy umowy dotyczące tych transakcji zostały zawarte z jednym podmiotem czy też z wieloma podmiotami. Kryterium powinien być tu przedmiot umowy, a dokładniej dany rodzaj instrumentu bazowego, nie zaś podmiot

a także zdefiniować, że:

- c) pod pojęciem rodzaj instrumentu bazowego rozumie się dany typ/kategorię instrumentu, na który wystawiony jest instrument pochodny, a więc np.: waluta; akcje, stopy procentowe, surowce. Należałoby się zastanowić, czy nie stworzyć wyjątku od reguły w przypadku surowców, gdzie jako rodzaj instrumentu bazowego można by rozumieć dany surowiec, a więc m.in.: miedź, złoto, srebro, nie zaś surowce jako całość.

Pojawia się również pytanie czy obowiązki informacyjne powinny dotyczyć wszystkich instrumentów pochodnych. Zawieranie transakcji na instrumentach pochodnych nie dotyczy bowiem jedynie transakcji walutowych, ale także na stopy procentowe (IRS, CIRS) czy też surowce oraz wiele innych instrumentów bazowych (wśród emitentów giełdowych pojawiają się również instrumenty pochodne na pogodę itp.). Jeśli w przepisach prawa zostaną wyszczególnione konkretne instrumenty, nie zaś instrumenty pochodne jako całość, emitenci będą mogli omijać przepisy poprzez np. zawieranie transakcji pochodnych, których instrumentem bazowym będą inne transakcje pochodne. Wiele z umów dotyczących niewalutowych transakcji pochodnych opiewa na równie wysokie kwoty i jest zawierana na długie okresy czasu, przez co ich wycena ma równie znaczący wpływ na wyniki emitenta, jak wycena instrumentów pochodnych na walutę. Z tego względu uważamy, że przepisy prawa powinny dotyczyć wszystkich instrumentów pochodnych, bez wyszczególniania o które instrumenty chodzi. Wykluczy to możliwość tworzenia instrumentów, które nie podlegałyby przepisom.

Kolejną ważną kwestią jest sposób raportowania przez emitentów tych informacji. W opinii ZMiD obecny brak regulacji w tym zakresie, powoduje sytuację, w której jedne spółki szczegółowo informują o każdej transakcji, inne podają łączną kwotę, na którą opiewają transakcje pochodne i strike przy jakim transakcje były robione, jeszcze inne podają jedynie negatywną wycenę na dany dzień. Trzeba też nadmienić, że rzadko która spółka informuje o transakcjach zawartych przez swoje spółki zależne. Brak standardów w tym zakresie powodować może niekompletność informacji, bądź prowadzić uczestników rynku do błędnych wniosków. W opinii ZMiD emitent powinien mieć obowiązek informowania w momencie, gdy łączna wartość umów przekroczy 10% kapitałów własnych emitenta, o: stronach zawartych transakcji, rodzaju zawartych transakcji (rodzaje instrumentów, kupno/sprzedaż instrumentu pochodnego), datach zawartych transakcji, datach zapadalności transakcji, nominałach transakcji, cenach realizacji oraz o ewentualnych dodatkowych warunkach umowy (m.in. bariery włączające/wyłączające – amerykańskie/europejskie).

#### **Obowiązujące przepisy i propozycje ich zmiany:**

Obecnie zasady przekazywania przez emitentów giełdowych raportów bieżących, w tym informacji dotyczących zawierania przez emitenta znaczących umów, reguluje **ustawa z dnia 29 lipca 2005r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych** (Dz. U. z dnia 23 września 2005 r.). Zgodnie z **art. 56 ust. 1** ww ustawy „Emitent papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym jest obowiązany, ..., do równoczesnego przekazywania Komisji, spółce prowadzącej ten rynek regulowany oraz do publicznej wiadomości:

- 1) ...
- 2) informacji bieżących i okresowych:
  - a) **zgodnie z przepisami wydanymi na podstawie art. 60 ust. 2** - w przypadku emitentów papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynku oficjalnych notowań giełdowych w rozumieniu przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi lub na rynku regulowanym innego niż Rzeczpospolita Polska państwa członkowskiego, albo
  - b) ....”

**Art. 60 ust. 2 ustawy o ofercie** mówi natomiast, że: „Minister właściwy do spraw instytucji finansowych określi, w drodze rozporządzenia:

- 1) rodzaj, zakres i formę informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych, dla których Rzeczpospolita Polska jest państwem macierzystym, dopuszczonych do obrotu na rynku oficjalnych notowań giełdowych w rozumieniu przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi lub na rynku regulowanym innego niż Rzeczpospolita Polska państwa członkowskiego, oraz
- 2) częstotliwość i terminy przekazywania informacji, o których mowa w pkt 1, oraz
- 3) ...

- przy uwzględnieniu regulacji w zakresie rachunkowości, na podstawie których mają być ujawniane dane finansowe, oraz zakresu ujawnianych danych finansowych, w sposób umożliwiający inwestorom ocenę sytuacji gospodarczej, majątkowej i finansowej emitenta.

Stosownym rozporządzeniem jest więc obecnie **rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 października 2005r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych** (Dz. U. z dnia 26 października 2005 r.) – od dnia 15.03.2009r. będzie to **rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim**, do którego to poniżej będziemy się odnosić.

Jak mówi **art. 5 ust. 1 pkt. 3** ww rozporządzenia, **emitent jest obowiązany do przekazania w formie raportu bieżącego informacji o zawarciu przez emitenta lub jednostkę od niego zależną umowy znaczącej**. Rozporządzenie określa w **art. 2 ust. 1, pkt. 44** co oznacza **termin umowa znacząca**. W opinii ZMiD należałoby rozszerzyć ten punkt. Zgodnie z obecnym brzmieniem jako **znaczącą umowę** rozumie się, **umowę, której jedną ze stron jest emitent lub jednostka od niego zależna i której przedmiot ma wartość co najmniej 10 %:**

- a) **wartości kapitałów własnych emitenta**, a w przypadku emitenta będącego jednostką samorządu terytorialnego - wysokości rocznego budżetu, lub
- b) w przypadku gdy wielkość kapitałów własnych nie jest kryterium pozwalającym na właściwą ocenę znaczenia zawartej umowy - wartości przychodów ze sprzedaży emitenta za okres ostatnich czterech kwartałów obrotowych, a w przypadku gdy emitent jest jednostką dominującą sporządzającą skonsolidowane sprawozdanie finansowe - wartości przychodów ze sprzedaży grupy kapitałowej emitenta za okres ostatnich czterech kwartałów obrotowych;

ZMiD proponuje, aby punkt ten otrzymał brzmienie:

„...jako znaczącą umowę rozumie się, umowę, **w tym także transakcje na instrumentach pochodnych**, której jedną ze stron jest emitent lub jednostka od niego zależna i której przedmiot, **a w przypadku transakcji na instrumentach pochodnych – instrument bazowy, na który dany instrument pochodny jest wystawiony, jeżeli instrument ten rodzi zobowiązanie emitenta**, ma wartość co najmniej 10 %:

- a) **wartości kapitałów własnych emitenta**, a w przypadku emitenta będącego jednostką samorządu terytorialnego - wysokości rocznego budżetu, lub
- b) w przypadku gdy wielkość kapitałów własnych nie jest kryterium pozwalającym na właściwą ocenę znaczenia zawartej umowy - wartości przychodów ze sprzedaży emitenta za okres ostatnich czterech kwartałów obrotowych, a w przypadku gdy emitent jest jednostką dominującą sporządzającą skonsolidowane sprawozdanie finansowe - wartości przychodów ze sprzedaży grupy kapitałowej emitenta za okres ostatnich czterech kwartałów obrotowych;

**Ust. 2, art. 2 rozporządzenia** podkreśla jednocześnie, że „Ilekcioć w rozporządzeniu jest mowa o **znaczącej umowie**, rozumie się przez to również **dwie lub więcej umów zawieranych przez emitenta lub jednostkę od niego zależną z jednym podmiotem** lub, o ile przy dochowaniu przez emitenta należytej staranności możliwe jest ustalenie stosunku zależności, z jednostką zależną od tego podmiotu, **w okresie krótszym niż 12 miesięcy, jeżeli łączna wartość tych umów spełnia kryteria, o których mowa w ust. 1, pkt 44**. W przypadku **znaczącej umowy wieloletniej przez wartość przedmiotu umowy znaczącej rozumie się łączną wartość świadczeń wynikających z tej umowy**, określoną dla całego okresu jej obowiązywania. W przypadku **umowy znaczącej zawartej na czas nieoznaczony wartością przedmiotu umowy znaczącej jest łączna wartość świadczeń wynikających z zawartej umowy na okres 5 lat**. W przypadku braku możliwości określenia wartości świadczeń wynikających z zawartej umowy należy określić szacunkową wartość przedmiotu umowy.”

W opinii ZMiD ust. 2 mógłby otrzymać brzmienie:

„...Ilekcioć w rozporządzeniu jest mowa o znaczącej umowie, rozumie się przez to również dwie lub więcej umów zawieranych przez emitenta lub jednostkę od niego zależną z jednym podmiotem lub, o ile przy dochowaniu przez emitenta należytej staranności możliwe jest ustalenie stosunku zależności, z jednostką zależną od tego podmiotu, **a w przypadku**

*transakcji na instrumentach pochodnych dwie lub więcej transakcji zawieranych przez emitenta lub jednostkę od niego zależną dotyczących danego rodzaju instrumentu bazowego i rodzących zobowiązanie emitenta, niezależnie od podmiotu z którym umowy zostały zawarte, w okresie krótszym niż 12 miesięcy, jeżeli łączna wartość tych umów spełnia kryteria, o których mowa w ust. 1 pkt 44. W przypadku znaczącej umowy wieloletniej przez wartość przedmiotu umowy znaczącej rozumie się łączną wartość świadczeń wynikających z tej umowy, określoną dla całego okresu jej obowiązywania. W przypadku umowy znaczącej zawartej na czas nieoznaczony wartością przedmiotu umowy znaczącej jest łączna wartość świadczeń wynikających z zawartej umowy na okres 5 lat. W przypadku braku możliwości określenia wartości świadczeń wynikających z zawartej umowy należy określić szacunkową wartość przedmiotu umowy.”*

Jednocześnie w art. 2 Rozporządzenia należałoby stworzyć punkt 50 definiujący pojęcie rodzaj instrumentu bazowego”, a więc mógłby on otrzymać brzmienie:

*„...53) rodzaju instrumentu bazowego – rozumie się przez to dany typ instrumentu bazowego, jako całość, na który wystawiony jest instrument pochodny, a więc m.in.: waluta, akcje, stopy procentowe, surowce i inne instrumenty bazowe mogące być przedmiotem instrumentów pochodnych.”*

**Art. 9. Rozporządzenie określa również rodzaj informacji dotyczących zawartej umowy, do których przekazania emitent jest zobowiązany. I tak raport bieżący informujący o zawarciu umowy znaczącej powinien zawierać:**

- 1) datę zawarcia znaczącej umowy;
- 2) oznaczenie stron umowy;
- 3) oznaczenie przedmiotu umowy;
- 4) istotne warunki umowy, ze szczególnym uwzględnieniem warunków finansowych umowy, oraz wskazanie określonych przez strony specyficznych warunków, charakterystycznych dla tej umowy, w szczególności tych, które odbiegają od warunków powszechnie stosowanych dla danego typu umów;
- 5) w przypadku zawarcia w znaczącej umowie postanowień dotyczących kar umownych, których maksymalna wysokość może przekroczyć równowartość co najmniej 10 % wartości tej umowy lub co najmniej wyrażoną w złotych równowartość kwoty 200.000 euro, według średniego kursu ustalonego dla danej waluty przez Narodowy Bank Polski, na dzień zawarcia tej umowy - określenie tej maksymalnej wysokości, a w przypadku gdy



nie jest to możliwe, wskazanie podstawy przekroczenia określonego limitu, jak również wskazanie, czy zapłata kar umownych wyłącza uprawnienia do dochodzenia roszczeń odszkodowawczych przekraczających wysokość tych kar;

- 6) w przypadku zawarcia znaczącej umowy z zastrzeżeniem warunku lub terminu - zastrzeżony w tej umowie warunek lub termin, ze wskazaniem, czy jest on rozwiązujący czy zawieszający;
- 7) oznaczenie kryterium uznania umowy za znaczącą umowę;
- 8) w przypadku zawarcia przez emitenta lub jednostkę od niego zależną z jednym podmiotem lub jednostką zależną od tego podmiotu, w okresie ostatnich 12 miesięcy, dwu lub więcej umów, które łącznie spełniają kryterium znaczącej umowy - informacje o łącznej wartości wszystkich tych umów oraz informacje określone w pkt. 1-7, w odniesieniu do umowy o największej wartości.

W opinii ZMiD w artykule tym powinien pojawić się punkt 9, mówiący:

***„...9) w przypadku zawarcia transakcji na instrumentach pochodnych przez emitenta lub jednostkę od niego zależną emitent jest zobowiązany dodatkowo poinformować o:***

- a) rodzaju zawartych transakcji (rodzaj instrumentu pochodnego, kupno/sprzedaż instrumentu),***
- b) datach zapadalności transakcji,***
- c) nominalach transakcji,***
- d) cenach realizacji,***
- e) ewentualnych dodatkowych warunkach umowy (m.in. bariery włączające/wyłączające, amerykańskie/europejskie).***

***Obowiązek ten dotyczy zarówno instrumentów pochodnych rodzących zobowiązania emitenta jak i rodzących prawa emitenta.***

Związek Maklerów i Doradców uważa, że poruszany temat jest niezmiernie ważny, dla prezentowania prawidłowego obrazu sytuacji emitentów i bardzo istotne jest, aby zarówno akcjonariusze jak i inni uczestnicy rynku kapitałowego byli rzetelnie poinformowani o tak znaczących umowach zawieranych przez emitentów. Wydarzenia ostatnich miesięcy pokazały jak ogromny wpływ zarówno na wyniki finansowe jak i sytuację finansową emitentów mają transakcje pochodne, dlatego w pełni popieramy inicjatywę Komisji i pokładamy nadzieję, że wspólnie wypracowane przez przedstawicieli rynku kapitałowego stanowisko pozwoli na bardzo precyzyjne prawne uregulowanie tych transakcji.