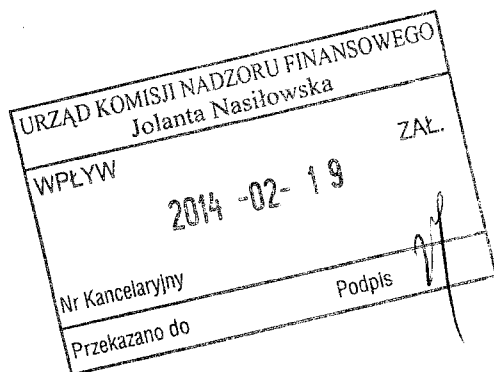




## ZWIĄZEK MAKLERÓW I DORADCÓW

00-815 Warszawa, ul. Sienna 93 lok. 2  
<http://www.zmid.org.pl>

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



Warszawa, dnia 19 lutego 2014 r.

**Szanowny Pan Dyrektor**  
**Robert Wachała**  
**Departament Nadzoru Obrotu**  
**Komisja Nadzoru Finansowego**  
**Pl. Powstańców Warszawy 1**

**Dot.: dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/50/UE w sprawie przejrzystości  
(*Transparency Directive*) z dnia 22 października 2013 roku**

W odpowiedzi na pismo z dnia 24 stycznia 2014 roku dotyczące wejścia w życie dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/50/UE z dnia 22 października 2013 roku, zmieniającej dyrektywę 2004/109/WE w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym, dyrektywę 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z ofertą publiczną lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych, oraz dyrektywę Komisji 2007/14/WE ustanawiającą szczegółowe zasady wdrożenia niektórych przepisów dyrektywy 2004/109/WE, w imieniu Związku Maklerów i Doradców, pragnę przedstawić nasze stanowisko w kwestii pozostawienia w prawodawstwie krajowym wymogu przekazywania raportów kwartalnych w świetle art. 3 ust. 1a dyrektywy o przejrzystości.

Na wstępie chcielibyśmy pokreślić bezwzględną potrzebę kontynuacji przekazywania raportów kwartalnych. Wskazujemy przy tym na szereg czynników ryzyka o fundamentalnym znaczeniu dla przejrzystości rynku w przypadku rezygnacji z publikacji takich sprawozdań.

W naszej ocenie w półrocznych odstępach między sprawozdaniami zachodzi wiele istotnych zdarzeń wpływających na wyniki finansowe. Przede wszystkim rezygnacja z obowiązku publikacji kwartalnych sprawozdań postawi w uprzywilejowanej pozycji osoby mające dostęp do informacji poufnych (insiderów). To zmniejszy efektywność informacyjną rynku oraz zwiększy premię za ryzyko, tym samym utrudniając przedsiębiorstwom pozyskanie kapitału oraz obniżając płynność obrotu akcjami. **Dodatkowo, brak obowiązku sporządzania sprawozdań kwartalnych wpłynie, naszym zdaniem, niekorzystnie na proces podejmowania decyzji inwestycyjnych przez inwestorów, szczególnie w segmencie małych i średnich spółek, ze względu na ograniczony dostęp do informacji na temat wyników finansowych oraz bieżącej sytuacji w przedsiębiorstwie.** Z drugiej strony, według naszej najlepszej wiedzy, brak jest w odniesieniu do polskiego rynku potwierdzonych badaniami dowodów, pozwalających w jakimkolwiek stopniu stwierdzić, że obowiązek sporządzania przez emitentów sprawozdań w ujęciu kwartalnym negatywnie wpływa na możliwość realizacji przez emitentów długoterminowej strategii.

Publikowanie sprawozdań kwartalnych przez spółki giełdowe jest rozwiązaniem sprawdzonym i na trwałe wpisanym w funkcjonowanie naszego rynku kapitałowego. Stanowi istotny element sprzyjający jego rozwojowi i jakości, przyciągający nowych inwestorów oraz wpływający na dynamiczny wzrost liczby notowanych podmiotów, szczególnie tych o relatywnie niewielkiej kapitalizacji rynkowej, co potwierdza czołowa pozycja Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie pod względem liczby debiutów na rynku regulowanym w ostatnich latach na tle innych giełd europejskich. **W świetle powyższego wymóg przekazywania raportów kwartalnych wydaje się raczej ułatwiać niż utrudniać dostęp mniejszych emitentów do rynku regulowanego.**

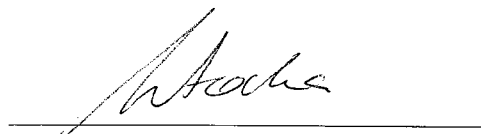
Koszty administracyjne sporządzania sprawozdań kwartalnych są nieporównywalne z kosztami wynikającymi ze spadku transparentności spółek. Trudno także mówić o nieproporcjonalnym obciążeniu kosztami w przypadku publikowania sprawozdań kwartalnych w obliczu obowiązku przygotowania bardziej czasochłonnych i kosztownych sprawozdań półrocznych oraz rocznych, a także potrzebie regularnego gromadzenia oraz przetwarzania danych operacyjnych i finansowych przez spółki giełdowe w ramach zwykłej działalności operacyjnej, a tym samym zatrudniania odpowiednich specjalistów niezależnie od obowiązku publikowania sprawozdań

finansowych w ujęciu kwartalnym. Warto przypomnieć, iż dla spółek, które nie spełniają wymogów informacyjnych przewidzianych dla rynków regulowanych, przeznaczone są rynki zorganizowane w formie alternatywnego systemu obrotu (ASO), takie jak NewConnect. Ryzyko inwestycji na takim rynku jest jednak nieporównywalnie wyższe m.in. ze względu na brak przejrzystości informacyjnej. Poziom ochrony inwestorów na tym rynku jest również bardzo niski, wręcz niedostateczny. Wystarczy nadmienić, że wartość indeksu NewConnect obniżyła się o 67% w okresie od 30 sierpnia 2007 r. (data powstania indeksu) do chwili obecnej (14 lutego 2014 r.). Spółki na tym rynku niejednokrotnie wykorzystywały luki w obowiązkach informacyjnych, nie ujawniając istotnych informacji i nie wykorzystując efektywnie pozyskanego kapitału. Istnieje ryzyko, że rozluźnienie obowiązków informacyjnych na rynku regulowanym przyniesie podobny negatywny efekt.

Naszym zdaniem, istnieje również uzasadniona obawa, iż nowe spółki wchodzące na giełdę będą dobrowolnie zobowiązywać się do publikacji sprawozdań kwartalnych, bo tego będą wymagać inwestorzy, a spółki już notowane, w szczególności w segmencie małych i średnich podmiotów, skorzystają z możliwości reglamentowania informacji. To postawi w niekorzystnej sytuacji akcjonariuszy spółek już notowanych. Jest zatem całkiem prawdopodobne, że rezultatem ograniczenia częstotliwości sprawozdań finansowych okażą się skutki przeciwne do określonych w Dyrektywie: zmniejszenie atrakcyjności inwestowania w małe i średnie spółki oraz zwiększenie ryzyka związanego z takimi inwestycjami.

**Podsumowując, w ocenie Związku Maklerów i Doradców pozostawienie w krajowym prawodawstwie wymogu przykazywania raportów kwartalnych jest wysoce uzasadnione i pożądane ze względu na potrzebę dalszego rozwoju polskiego rynku kapitałowego, ochronę inwestorów, a także konieczność zachowania przejrzystości oraz efektywności rynku.** Pozostawienie przedmiotowego obowiązku spełnia jednocześnie w naszej opinii wymogi, o których mowa w art. 3 ust. 1a dyrektywy o przejrzystości.

Z poważaniem,



Grzegorz Łętocha

Prezes Związku Maklerów i Doradców