



## 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, 23.09.2010 r.

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

Szanowny Panie Dyrektorze,

W nawiązaniu do pisma DNO/WSP/075/59/4/10/AP z dnia 10.09.2010 r., w imieniu Związku Maklerów i Doradców (dalej ZMiD) pragnę przekazać stanowisko odnośnie:

- propozycji Stowarzyszenia Emitentów Giełdowych (dalej SEG) zniesienia katalogu informacji bieżących podlegających raportowaniu przez spółki giełdowe;
- przygotowanego przez Urząd Komisji Nadzoru Finansowego (dalej UKNF) projektu zmian do Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim (dalej Rozporządzenie).

Z informacji przedstawionych w Państwa piśmie wynika, że SEG proponuje zniesienie obecnego katalogu informacji bieżących podlegających raportowaniu przez spółki giełdowe. Brak jest jednak informacji czy SEG zaproponował formę zastępczą określenia wymogów raportowych dla spółek. Z tego też względu, dla celów opinii ZMiD, zakładamy, że nie

przedstawiono propozycji zastąpienia obecnych uregulowań innymi, pozostawiając tym samym decyzję o przekazaniu informacji w gestii spółki, która we własnym zakresie będzie oceniać istotność poszczególnych zdarzeń gospodarczych i na tej podstawie podejmować decyzję o przekazaniu ich do publicznej wiadomości.

SEG argumentuje, że obecne uregulowania były szczególnie kłopotliwe dla największych spółek. Biorąc jednak pod uwagę fakt, że przeważająca część polskich emitentów to spółki o średniej lub niskiej kapitalizacji, których głównymi akcjonariuszami są zazwyczaj osoby prywatne, w opinii ZMiD **szczegółowe uregulowanie obowiązków informacyjnych jest kluczowe z punktu widzenia ochrony interesów akcjonariuszy mniejszościowych**, w tym w szczególności **inwestorów indywidualnych, ale także instytucjonalnych**.

W opinii ZMiD, którego przedstawiciele mają na co dzień styczność z zarządami większości spółek notowanych na GPW oraz systematycznie analizują informacje bieżące przekazywane przez spółki, **likwidacja szczegółowych wymogów informacyjnych zawartych w Rozporządzeniu bez zastąpienia ich np. poprzez podobne oficjalne regulacje giełdowe lub rekomendację KNF** może mieć istotne niekorzystne skutki dla funkcjonowania rynku kapitałowego w Polsce, w tym przede wszystkim:

- 1) w przypadku niektórych emitentów, w szczególności średnich lub mniejszych spółek, zmiana ta może spowodować **brak raportowania wielu istotnych informacji**. Obecnie część spółek niechętnie przekazuje informacje do publicznej wiadomości, a pozostawienie im furtki do samodzielnej oceny może spowodować zatajanie wielu istotnych zdarzeń lub podawanie tych informacji w formie bardzo zawężonej,
- 2) w przypadku części emitentów zmiana ta może spowodować **inflację informacji**, gdyż **spółki nie będą w stanie jasno określić** czy o danym zdarzeniu powinny poinformować i tym samym, nie chcąc narażać się na zarzuty ze strony nadzorca, będą przekazywały nadmierną liczbę informacji.

**Ad 1.** Szczególnie dotkliwy skutek proponowanych zmian opisano w punkcie 1. Potencjalną konsekwencją braku raportowania wielu istotnych informacji może być m.in.:

- a) znaczące **obniżenie poziomu ochrony inwestorów**, w tym w szczególności inwestorów indywidualnych,

- b) **nierówny dostęp do informacji** oraz **wysokie ryzyko wzrostu częstotliwości przekazywania i wykorzystywania informacji poufnych** przez inwestorów,
- c) **spadek transparentności i efektywności rynku**, związany z brakiem pewności, czy dany emitent podaje wszystkie istotne informacje, czy też zataja ich część.

Przykładem ilustrującym skutki pozostawienia emitentom pełnej swobody w ocenie istotności danej informacji jest problem walutowych instrumentów pochodnych, o których większość emitentów nie informowała z powodu braku precyzyjnego wymogu, aby o posiadaniu takich instrumentów informować. ZMiD przekazał UKNF w marcu 2009 roku propozycję uregulowania obowiązków informacyjnych w tym zakresie.

W naszej ocenie **obecnie istnieje potrzeba zachowania katalogu istotnych informacji podlegających raportowaniu**, który powinien być stale analizowany i w uzasadnionych przypadkach poszerzany o kolejne istotne zdarzenia.

**Ad 2.** Brak precyzyjnego katalogu zdarzeń rodzących obowiązek informacyjny w wielu przypadkach **może spowodować zalew informacji ze strony spółek**, które w obliczu niepewności czy dana informacja jest cenotwórcza, będą przekazywać nadmierną liczbę informacji. Paradoksalnie **proponowane zmiany mogą więc przyczynić się do wzrostu barier biurokratycznych w działalności emitentów**. Konsekwencją inflacji informacji może być również chaos informacyjny, a co za tym idzie spadek efektywności rynku, związany ze zbyt szerokim wachlarzem nieistotnych informacji wpływających na rynek (szum informacyjny).

Zarówno pierwsza, jak i druga sytuacja, jest w naszej ocenie prawdopodobna, a ich wystąpienie spowoduje wzrost niepewności zarówno wśród emitentów, jak i inwestorów. Reasumując, **w opinii ZMiD zniesienie obowiązku publikacji raportów bieżących w obecnym zakresie, bez wprowadzenia jakichkolwiek zastępczych wytycznych dla wymogów informacyjnych, nie tylko nie będzie korzystne dla uczestników rynku, ale może przyczynić się do pogorszenia efektywności i przejrzystości polskiego rynku kapitałowego.**

Również przedstawiona przez Państwa propozycja usunięcia z Rozporządzenia zapisów mówiących o istotnych zdarzeniach gospodarczych, bez wprowadzenia zastępczych wytycznych

odnośnie informacji klasyfikowanych jako istotne, rodzi w opinii ZMiD wiele zagrożeń. Jednocześnie według naszej oceny liczba raportów przekazywanych przez giełdowe spółki nie jest wysoka.

W chwili obecnej katalog zdarzeń, o których emitent jest obowiązany poinformować, zawarty jest w § 5 ust. 1. Rozporządzenia. W związku z tym, iż stanowisko UKNF dotyczy zniesienia wymagań raportowania większości zdarzeń gospodarczych zapisanych w Rozporządzeniu, poniżej odnosimy się tych właśnie punktów.

**1. Nabycie lub zbycie aktywów o znacznej wartości, a także ustanowienie hipoteki, zastawu lub innego ograniczonego prawa rzeczowego na aktywach o znacznej wartości.**

Tego rodzaju informacje są **w opinii ZMiD szczególnie istotne z punktu widzenia inwestorów w zakresie oceny atrakcyjności inwestycji oraz wykrycia ewentualnych nieprawidłowości lub zagrożeń. Przede wszystkim, pozwalają one zweryfikować, czy transakcje przeprowadzone przez spółkę mają sens ekonomiczny oraz czy nie budzą wątpliwości inwestorów, co przyczynia się do ograniczenia liczby nieuczciwych transakcji.** Jednocześnie brak tego obowiązku może doprowadzić do sytuacji, w której istotne informacje będą posiadały jedynie wybrane, powiązane ze spółką, osoby. Tworzy to niebezpieczeństwo pogłębienia nierówności w dostępie do informacji oraz wykorzystywania informacji poufnych.

**2. Utrata przez emitenta lub jednostkę od niego zależną, w wyniku zdarzeń losowych, aktywów o znacznej wartości.**

W naszej ocenie informacje te mają znaczący wpływ na wycenę spółek. **Dla przykładu pożar w hali produkcyjnej może spowodować zatrzymanie produkcji na wiele tygodni i tym samym znaczące straty dla spółki.** Dodatkowo negatywny wpływ takiego zdarzenia może zostać powiększony, jeśli spółka nie posiada ubezpieczenia lub zawarła jedynie częściowe ubezpieczenie od strat materialnych i utraconych korzyści. Tym samym brak przekazania informacji przez emitenta o takim zdarzeniu zwiększy ryzyko inwestorów oraz wpłynie na spadek efektywności informacyjnej na rynku.

- 3. Zawarcie przez emitenta lub jednostkę od niego zależną znaczącej umowy, spełnienie się lub niespełnieniu warunku dotyczącego zawartej przez emitenta lub jednostkę od niego zależną znaczącej umowy warunkowej, wypowiedzenie lub rozwiązanie umowy będącej znaczącą umową w momencie jej wypowiedzania lub rozwiązywania, zawartej przez emitenta lub jednostkę od niego zależną.**

W opinii ZMiD, zdarzenia dotyczące znaczących umów powinny pozostać w katalogu informacji bieżących, obligatoryjnie raportowanych przez spółki giełdowe. Zgodnie z definicją zawartą w Rozporządzeniu, znacząca umowa w przypadku emitenta dotyczy jedynie umów o wartości co najmniej 10% wartości kapitałów własnych lub 10% wartości przychodów ze sprzedaży za okres ostatnich czterech kwartałów obrotowych (w przypadku gdy wielkość kapitałów własnych nie jest kryterium pozwalającym na właściwą ocenę znaczenia zawartej umowy). **W tej sytuacji wydaje się, że obowiązek informowania o powyższych zdarzeniach nie jest dla spółek czasochłonny i uciążliwy, gdyż dotyczy jedynie największych umów.** Natomiast z punktu widzenia inwestora zawarcie lub rozwiązanie znaczącej umowy ma kluczowe znaczenie dla wyceny spółki. **Dzięki m.in. obowiązkowi publikacji tych danych spółki rzadko zawierają znaczące umowy mogące budzić wątpliwości inwestorów, np. z osobami powiązanymi.** Po jego likwidacji ryzyko takich zdarzeń znacząco wzrośnie.

- 4. Udzielenie przez emitenta lub jednostkę od niego zależną poręczenia kredytu lub pożyczki lub udzielenie gwarancji, jeżeli wartość poręczenia lub gwarancji stanowi równowartość co najmniej 10 % kapitałów własnych emitenta.**

Uważamy, że należy pozostawić obowiązek publikacji raportu bieżącego zawierającego przedmiotowe informacje. **Z punktu widzenia akcjonariuszy informacje o najistotniejszych działaniach emitenta, których konsekwencją jest narażenie mienia spółki na znaczące ryzyko są ważne i mogą potencjalnie wywierać duży wpływ na sytuację finansową emitenta i wartość jego akcji.**

5. **Wszczęcie przed sądem, organem właściwym dla postępowania arbitrażowego lub organem administracji publicznej postępowania dotyczącego zobowiązań lub wierzytelności emitenta lub jednostki od niego zależnej, których wartość stanowi odpowiednio co najmniej 10% kapitałów własnych emitenta.**

W ocenie ZMiD informacje te są również istotne dla akcjonariuszy. **Rozstrzygnięcie znaczącego postępowania może potencjalnie zakończyć się dla spółki nawet złożeniem wniosku o ogłoszenie upadłości.** W opinii ZMiD inwestorzy mają prawo do oceny ryzyk związanych z prowadzonym postępowaniem oraz do podjęcia decyzji o ewentualnym wyjściu z inwestycji przed zakończeniem postępowania.

### **Podsumowanie**

ZMiD stoi na stanowisku, że **zapisy Rozporządzenia powinny pozostać w obecnej formie i być jedynie uzupełniane o zdarzenia, które nie są uregulowane, a stanowią informację istotną**, takie jak np. posiadane instrumenty pochodne. **W przypadku powierzenia emitentom samodzielnej oceny istotności zdarzeń gospodarczych należałoby wprowadzić standardy informacyjne/szczegółowe wytyczne, tak jak ma to miejsce na innych rynkach, m.in.:**

- W Wielkiej Brytanii giełda London Stock Exchange, niezależnie od obowiązujących regulacji, przygotowała standardy zarówno dla największych spółek (Investor Relations – „A Practical Guide”), jak i dla małych i średnich spółek („A guide to AIM”). Warte uwagi wydają się zwłaszcza wytyczne dla drugiej grupy podmiotów, gdzie szczegółowo przedstawione są najważniejsze obowiązki raportowania zdarzeń.
- W Stanach Zjednoczonych, poza istniejącymi regulacjami, New York Stock Exchange na bieżąco monitoruje i modyfikuje własne standardy („Listed Company Manual”), w których oddzielna sekcja szczegółowo określa zdarzenia wymagające raportowania. Warto dodać, że pierwsza wersja tego dokumentu powstała w 1953 roku i od tego czasu jest regularnie aktualizowana we współpracy ze spółkami giełdowymi. Ponadto, dostrzegając problem różnorodności raportowanych zdarzeń i wątpliwości emitentów, czy o danym zdarzeniu należy informować, NYSE rekomenduje spółkom giełdowym konsultować się w takiej sytuacji z ekspertami giełdy zobligowanymi do zachowania poufności przekazywanych informacji.

Niezależnie od pozostałych informacji, w punkcie 202.05 omawianego dokumentu znajduje się informacja, iż notowana spółka powinna bez zbędnej zwłoki ujawnić każdą informację, która z dużym prawdopodobieństwem może mieć istotny wpływ na wartość akcji spółki.

Brak takich wytycznych, w przypadku ewentualnego wprowadzania zmian do Rozporządzenia, może mieć w naszej ocenie istotne negatywne konsekwencje dla funkcjonowania rynku i zagrażać przejrzystości informacyjnej. Uważamy, że ewentualne zmiany powinny być poprzedzone wdrożeniem szczegółowych regulacji giełdowych lub rekomendacji KNF. W innym wypadku wprowadzenie tak istotnych zmian może spowodować chaos w przekazywaniu informacji i znacząco osłabić bezpieczeństwo inwestorów. Określenie, jaka informacja jest istotna jest zazwyczaj trudne, dlatego brak wytycznych dodatkowo utrudni działania emitentów.

Z wyrazami szacunku,

Magdalena Zajączkowska-Ejsymont

Prezes Związku Maklerów i Doradców