

Źródło: dane zgromadzone przez Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych w badaniu online i w trakcie konferencji w dniu 23 stycznia 2019 r.

Grupa docelowa: emitenci, których instrumenty są notowane na rynku regulowanym GPW i w ASO Newconnect

Czas: 16-29 stycznia 2019 r.

Autorzy: analizę rezultatów badania przeprowadzili Mirosław Kachniewski i Piotr Biernacki

1 Czy jesteś za stworzeniem koncepcji informacji cenotwórczej?

pytanie jednokrotnego wyboru, n=124

Praktyka stosowania MAR wykazała, że w wielu sytuacjach emitenci mają problem z określeniem, kiedy dana informacja powinna zostać opublikowana, aby z jednej strony zapewnić inwestorom równy dostęp do informacji, z drugiej zaś – aby przedwczesną publikacją nie doprowadzić do strat spółki (a tym samym inwestorów). Jest to pochodną bardzo pojemnej i nieprecyzyjnej definicji informacji poufnej – mogą nią być wszelkie informacje, które „racjonalny inwestor” (bynajmniej nie zdefiniowany w przepisach, więc nie wiemy, kto nim jest) „prawdopodobnie wykorzystałby, opierając się na nich w części przy podejmowaniu swych decyzji inwestycyjnych”.

Możliwość opóźnienia publikacji informacji poufnej nie jest wystarczającym rozwiązaniem, gdyż opóźnić można jedynie publikację informacji uznanej za poufną (podczas gdy w praktyce często mamy do czynienia z informacją potencjalnie ważną, ale nie spełniającą jeszcze kryteriów informacji poufnej) oraz

z powodu pewnych ograniczeń formalnych (publikację informacji poufnej możemy opóźnić tylko w określonych okolicznościach), a także nieprecyzyjnych przepisów dotyczących opóźnienia.

Rozwiązaniem powyższego problemu byłoby wprowadzenie pojęcia informacji cenotwórczej. W praktyce wyglądałoby to tak, że dotychczasowe regulacje dotyczące informacji poufnej pozostałyby bez zmian (definicja informacji poufnej, zakaz dokonywania transakcji przez osoby będące w jej posiadaniu, prowadzenie list dostępu do informacji poufnej), jednak nie byłoby obowiązku niezwłocznej jej publikacji. Publikacja następowalaby dopiero wówczas, kiedy informacja ta stałaby się pewna, precyzyjna – stawałaby się informacją cenotwórczą. A w czasie, kiedy ta informacja się formuje, dojrzewa, nabiera cech cenotwórczości – byłaby ona chroniona na takim samym poziomie jak dotychczas, jednak bez konieczności jej publikacji.

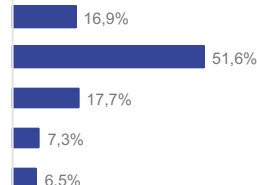
Tak, niezależnie od przyjętej definicji (choć oczywiście musiałaby ona być węższa od definicji informacji poufnej)

Tak, jeśli jej definicja byłaby bardziej konkretna od obecnej definicji informacji poufnej

Nie, ponieważ takie podejście wymagałoby dodatkowych wysiłków interpretacyjnych po stronie emitenta (identyfikacja informacji poufnej i następnie identyfikacja informacji cenotwórczej)

Nie, z innych względów - jakich?

Nie wiem/nie mam zdania



Respondenci wyraźnie zaznaczyli potrzebę bardziej precyzyjnych regulacji określających co powinno, a co nie powinno podlegać raportowaniu przez emitentów. Zdecydowana większość (68,5%) przedstawicieli spółek biorących udział w ankiecie popiera opisane powyżej rozwiązanie. Wskazuje to, iż koncepcja

dwustopniowej identyfikacji informacji poufnej, a następnie identyfikacji i publikacji informacji cenotwórczej powinna zostać wzięta pod uwagę przez regulatorów i nadzorców (DG FISMA i EMCA) w pracach nad nowelizacją Rozporządzenia MAR, które rozpoczną się w 2019 r.

2 Czy jesteś za doprecyzowaniem definicji informacji poufnej?

pytanie jednokrotnego wyboru, n=111

Obecna definicja informacji poufnej jest na tyle pojemna, że można za nią uznać praktycznie każde zdarzenie, które może mieć wpływ na decyzje inwestorów. Zasadnym wydaje się zatem

jej doprecyzowanie, tak aby z jednej strony ograniczyć ryzyko emitentów, z drugiej zaś – ujednolicić rodzaje informacji publikowanych dla inwestorów.

Tak, poprzez definicję, która odnosi się do czynników obiektywnych, nie zaś do subiektywnej oceny „racjonalnego inwestora”

Tak, poprzez sformułowanie otwartego katalogu zawierającego jak najwięcej typowych informacji poufnych na poziomie regulacji UE

Tak, poprzez sformułowanie otwartego katalogu w przepisach krajowych

Tak, poprzez sformułowanie otwartego katalogu określonego przez giełdę

Tak, poprzez sformułowanie otwartego katalogu przez instytucje skupiające inwestorów i emitentów

Nie wiem/nie mam zdania



87,4% przedstawicieli emitentów popiera doprecyzowanie definicji informacji poufnej. Uzyskanie wyższego stopnia precyzji do obecnej definicji informacji poufnej może być trudnym zadaniem, jednak respondenci wskazali kilka kierunków tego działania, które mogą doprowadzić do tego celu. Ponad połowa ankietowanych (55,8%) popiera ideę stworzenia otwartego katalogu najbardziej typowych przypadków informacji poufnej. Katalog ten powinien zostać wprowadzony przez regulatora na poziomie krajowym

(20,7%) lub unijnym (16,2%). Mniejsze grupy respondentów wolałyby by katalog został opracowany przez organizację reprezentującą inwestorów i emitentów lub przez giełdy papierów wartościowych. Znacząca grupa ankietowanych (31,5%) wolałaby wprowadzenie bardziej obiektywnych kryteriów do definicji poprzez eliminację pojęcia „racjonalnego inwestora”, które jest jednym z najbardziej niejasnych zjawisk w Rozporządzeniu MAR, z którymi muszą zmagać się emitenci.

Źródło: dane zgromadzone przez Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych w badaniu online i w trakcie konferencji w dniu 23 stycznia 2019 r.

Grupa docelowa: emitenci, których instrumenty są notowane na rynku regulowanym GPW i w ASO Newconnect

Czas: 16-29 stycznia 2019 r.

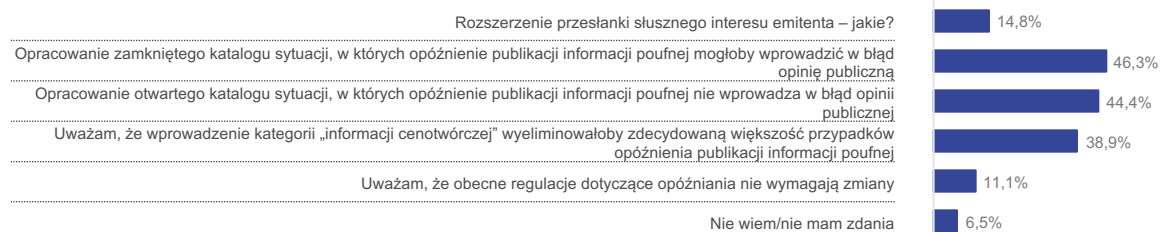
Autorzy: analizę rezultatów badania przeprowadzili Mirosław Kachniewski i Piotr Biernacki

3 Czy jesteś za wprowadzeniem następujących zmian w regulacjach dotyczących opóźnienia publikacji informacji poufnej?

pytanie wielokrotnego wyboru, maksymalnie 3 odpowiedzi, n=108

Obecne regulacje dotyczące opóźnienia publikacji informacji poufnej kreują wiele problemów natury obiektywnej (w tym w szczególności w zakresie zachowania w poufności informacji, która jest w posiadaniu osób reprezentujących drugą stronę negocjowanej transakcji). Przewyciężenie tych problemów na

gruncie regulacyjnym jest bardzo trudne (chyba że wprowadzone zostałyby pojęcie „informacji cenotwórczej” wskazanej powyżej), jednakże możliwe jest przynajmniej ułatwienie opóźnienia publikacji informacji poufnej i zmniejszenie ryzyka z tym związanego.



Ponad jedna trzecia respondentów jest zdania, że wprowadzenie koncepcji informacji cenotwórczej (przedstawionej w opisie pytania nr 1) rozwiązałaby większość problemów, z którymi emitencie zmagają się przy opóźnieniu publikacji informacji poufnej. Pozostali ankietowani przedstawiciele emitentów oczekują stworzenia przez regulatorów zamkniętego (46,3%) lub

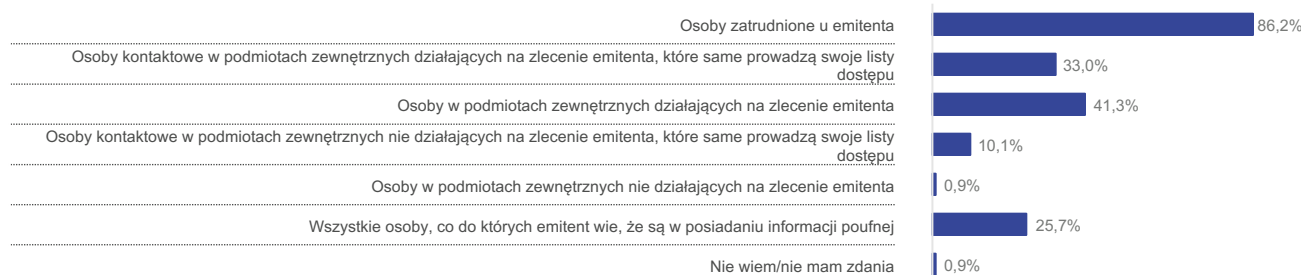
otwartego (44,4%) katalogu sytuacji, w których opóźnienia publikacji informacji poufnej nie wprowadza w błąd opinii publicznej. Jedynie co dziewiąty respondent uważa, że aktualnie obowiązujące w Rozporządzeniu MAR przepisy dotyczące opóźnienia publikacji informacji poufnej nie powinny ulec zmianie.

4 Które z osób mających dostęp do informacji poufnych powinny znajdować się na liście dostępu prowadzonej przez emitenta?

pytanie wielokrotnego wyboru, maksymalnie 3 odpowiedzi, n=109

Praktyka stosowania MAR w poszczególnych krajach okazała się bardzo rozbieżna, w tym m.in. w zakresie prowadzenia list dostępu do informacji poufnej. W szczególności różne jest podejście do wpisywania na listę dostępu osób spoza spółki, np. prawników, doradców etc. W niektórych krajach przyjmuje się, że sam emitent powinien kontrolować obieg informacji poufnych, tj. powinien na swych listach mieć wszystkie osoby mające dostęp do informacji poufnej, w innych krajach, że emitent powinien

prowadzić listę tylko dla swoich pracowników, a podmioty zewnętrzne prowadzą swoje listy, w jeszcze innych krajach jest to uzależnione od faktu, czy dany podmiot działa na zlecenie emitenta (np. kancelaria prawna wspomagająca w procesie negocjacji), czy też nie (np. kancelaria prawna wspomagająca drugą stroną negocjacji). Zasadnym zatem wydaje się ustalenie, jakie jest w tym zakresie zdanie polskich emitentów.



Ankietowani przedstawiciele emitentów są niemal zgodni (86,2%), że pracownicy spółki mający dostęp do informacji poufnej powinni być wpisani na listę insiderów prowadzoną przez emitenta. 41,3% respondentów jest zdania, że prowadzona przez emitenta lista insiderów powinna obejmować także osoby zatrudnione w podmiotach pracujących na rzecz emitenta, a 33,0% uważa, że jedynie osoby kontaktowe w tych podmiotach powinny znaleźć się na liście insiderów prowadzonej przez emitenta, a podmioty te powinny prowadzić także własne listy insiderów obejmujące pozostałe osoby. Równocześnie jedynie co dziewiąty respondent

był zdania, że to emitent powinien na swojej liście insiderów umieszczać wszystkie osoby, co do których emitent wie, że mają dostęp do informacji poufnej, niezależnie od tego przez kogo są one zatrudnione. Określenie „osoby, co do których emitent wie, że są w posiadaniu informacji poufnej” ma w tym przypadku szczególne znaczenie, gdyż zdejmując częściowo odpowiedzialność z emitenta, który czasem nie ma możliwości precyzyjnej identyfikacji wszystkich osób, które mają dostęp do informacji poufnej, w szczególności w odniesieniu do osób nie będących pracownikami emitenta.

Źródło: dane zgromadzone przez Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych w badaniu online i w trakcie konferencji w dniu 23 stycznia 2019 r.

Grupa docelowa: emitenci, których instrumenty są notowane na rynku regulowanym GPW i w ASO Newconnect

Czas: 16-29 stycznia 2019 r.

Autorzy: analizę rezultatów badania przeprowadzili Mirosław Kachniewski i Piotr Biernacki

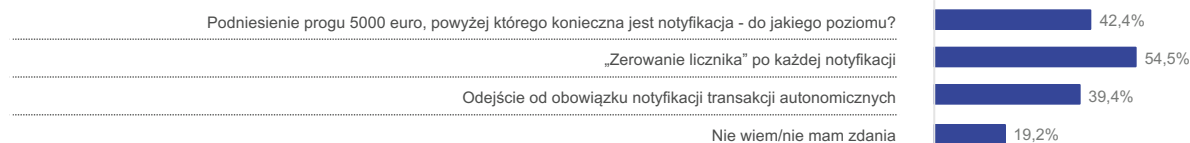
5 Jakie ułatwienia mogłyby zostać wprowadzone w zakresie notyfikacji transakcji menedżerów i osób powiązanych bez obniżenia przejrzystości rynku?

pytanie wielokrotnego wyboru, maksymalnie 3 odpowiedzi, n=99

Raportowanie transakcji menedżerów i osób powiązanych okazało się bardzo skomplikowanym przedsięwzięciem, które jednak niekiedy daje wymierne korzyści inwestorom.

W szczególności można zaobserwować trzy obszary, w których obecne wymogi raportowania raczej obniżają niż podnoszą poziom przejrzystości: wysokości progu raportowania, sposobu raportowania po przekroczeniu tego progu oraz raportowania transakcji autonomicznych. Wysokość progu została określona na poziomie 5000 euro i warto rozważyć, czy powinien być taki sam próg w odniesieniu do różnej wielkości spółek i różnego poziomu zarobków menedżerów. Jeszcze poważniejszą kwestią jest obecna procedura wymagająca pierwszej notyfikacji po

przekroczeniu w/w progu przez sumę wcześniejszych transakcji oraz notyfikacji każdej kolejnej (choćby najmniejszej) transakcji, co wydaje się mało logiczne. Jeśli bowiem przyjmiemy jako próg wrażliwości 5000 euro, to sensownym byłoby notyfikowanie rynku nie o każdej transakcji, ale o fakcie nabycia/sprzedaży każdej kolejnej „paczki” sumującej się do kolejnych 5000 euro, czyli „zerowanie licznika” po każdej notyfikacji. Ostatnia wreszcie sprawa dotyczy transakcji autonomicznych – takich, na które menedżer nie ma wpływu, gdyż wynikają z wcześniejszych decyzji (np. objęcie akcji w ramach programów motywacyjnych wg wcześniej przyjętego i opublikowanego harmonogramu).



Istotna grupa (42,4%) respondentów popiera podwyższenie progu transakcji podlegających notyfikacji. 8 ankietowanych zaproponowało podwyższenie do poziomu 10 tys. Euro, 2 do poziomu 15 tys. Euro, 5 do poziomu 20 tys. Euro, 3 do poziomu 25 tys. Euro, a cztery osoby wskazały, że poziom progu powinien zależeć od wartości kapitalizacji spółki. Większość biorących udział w ankiecie przedstawicieli emitentów (54,5%) popiera pomysł „zerowania licznika” po każdej notyfikowanej transakcji –

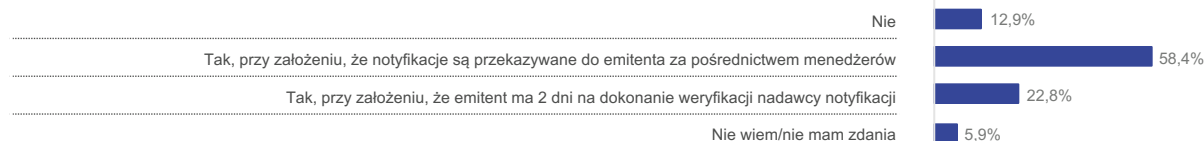
mechanizm szerzej opisany powyżej. Istotna grupa respondentów (39,4%) sugeruje, że likwidacja wymogu notyfikowania „transakcji autonomicznych” uprościłaby wymogi zdefiniowane w art. 19 Rozporządzenia MAR. Wielkość grup popierających każde z rozwiązań uzasadnia potrzebę wzięcia ich pod uwagę przez regulatorów i nadzorców podczas prac nad rewizją Rozporządzenia MAR.

6 Czy jesteś przeciwnikiem obniżenia obowiązku prowadzenia przez emitentów list osób blisko związanych z menedżerami?

pytanie jednokrotnego wyboru, n=101

Celem uszczelnienia systemu ochrony inwestorów przed wykorzystaniem uprzywilejowanych informacji, regulacje wprowadziły obowiązek raportowania transakcji papierami wartościowymi emitenta nie tylko przez menedżerów (np. przewodniczącą rady nadzorczej), ale także przez osoby z nimi blisko związane (np. jej męża). Dodatkowo MAR wymaga prowadzenia przez emitentów list osób blisko związanych (tak aby emitent mógł na tej podstawie weryfikować prawdziwość notyfikacji), co jest czynnością bardzo skomplikowaną (trzy rodzaje powiązań rodzinnych z menedżerami, cztery rodzaje powiązań gospodarczych z menedżerami i cztery rodzaje powiązań gospodarczych z osobami powiązanymi rodzinnie z menedżerami), niepotrzebną (zdecydowana większość z ok. 30 tys. osób na tych listach nigdy nie zawarze żadnej transakcji), a jednocześnie zagrożone olbrzymią sankcją (do 2 mln zł na każdą osobę fizyczną i do 4 mln zł na każdą osobę prawną za

dowolne uchybienie formalne przy prowadzeniu tych list). Zdecydowanie łatwiej jest zrealizować wymóg konieczności raportowania transakcji przez osoby blisko związane za pośrednictwem menedżerów spółki – czyli w tym przypadku mąż po dokonaniu transakcji przekazywałby informację żonie, a ta przekazywałaby emitentowi (komunikacja ze strony przewodniczącej rady nadzorczej potwierdzałaby autentyczność takiej modyfikacji). Takie rozwiązanie było stosowane przed MAR, niemniej miało pewną słabość w zakresie dowodowym. Dlatego powrót do tego rozwiązania najprawdopodobniej wiązać by się musiał z domniemaniem winy osoby dokonującej transakcji (oczywiście w przypadku dowiedzenia wcześniejszego pouczenia). Alternatywą mogłoby być pozostawienie obecnie obowiązującego systemu z jednoczesnym wprowadzeniem dodatkowego czasu (np. 2 dni) na możliwość dokonania weryfikacji prawdziwości notyfikacji przez emitenta.



Zdecydowana większość repondentów (81,2%) popiera likwidację wymogu prowadzenia list OBZ, gdyż jest on jednym z najtrudniejszych do wypełnienia przez emitenta, menedżerów i same OBZ. Większość ankietowanych popiera rozwiązania, które przy likwidacji tego wymogu zapewniłyby taki sam poziom przejrzystości dla rynku. 58,4% respondentów

popiera koncepcję likwidacji list OBZ, jeśli notyfikacje OBZ byłyby przekazywane za pośrednictwem menedżera. Kolejne 22,8% ankietowanych zaakceptowałoby dodatkowe dwa dni dla emitenta na weryfikację tożsamości OBZ, która przekazała notyfikację.

Źródło: dane zgromadzone przez Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych w badaniu online i w trakcie konferencji w dniu 23 stycznia 2019 r.

Grupa docelowa: emitenci, których instrumenty są notowane na rynku regulowanym GPW i w ASO Newconnect

Czas: 16-29 stycznia 2019 r.

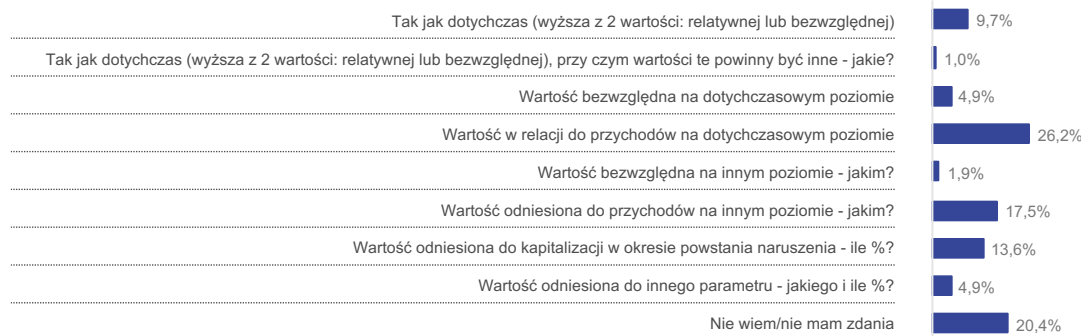
Autorzy: analizę rezultatów badania przeprowadzili Mirosław Kachniewski i Piotr Biernacki

7 Jak powinna być zdefiniowana maksymalna sankcja na emitenta?

pytanie jednokrotnego wyboru, n=103

MAR – jako regulacja dotycząca całej UE – przewiduje sankcje, które są dotkliwe dla największych spółek notowanych na największych rynkach unijnych. Powoduje to, że sankcje te są niewspółmierne wysokie do wartości spółek i wysokości zarobków na polskim rynku kapitałowym. Pewnym kuriozum jest możliwość nałożenia relatywnie wyższych sankcji na spółki małe. Przykładowo jeśli na spółkę w przypadku zaniedbań związanych z identyfikacją informacji poufnej (o co nietrudno wobec bardzo niejasnych przepisów) może być nałożona wyższa z 2 wartości: 2% rocznych przychodów lub 10 mln zł, to w przypadku dużych spółek będzie to maksymalnie 2% przychodów, a w przypadku małych niekiedy wielokrotnie więcej (warto nadmienić, że na

polskim rynku kapitałowym notowane są 294 spółki o kapitalizacji poniżej 10 mln zł, teoretycznie może być na nie zatem nałożona sankcja wyższa od ich wartości rynkowej). Jako minimum wydaje się usunięcie dyskryminacji mniejszych spółek, natomiast warto rozważyć możliwości dodatkowego uzależnienia wysokości sankcji od wielkości spółki i zarobków menedżerów. W przypadku emitentów możliwe jest wprowadzenie jednolitej sankcji maksymalnej wyrażonej w wartościach bezwzględnych, jednolitej sankcji maksymalnej wyrażonej w procentach odnoszących się do poziomu przychodów lub innej miary wielkości spółki, np. kapitalizacji.



Jedynie 9,7% respondentów popiera obecny system maksymalnych sankcji administracyjnych zawarty w Rozporządzeniu MAR. Zdecydowana większość ankietyowanych popiera zmianę tego systemu w taki sposób, by nie dyskryminować mniejszych spółek, a w konsekwencji ich akcjonariuszy. Największa grupa (26,2%) popiera pozostawienie jedynie definicji sankcji maksymalnej w relacji do rocznych przychodów. Kolejne 17,5% ankietyowanych wolałoby

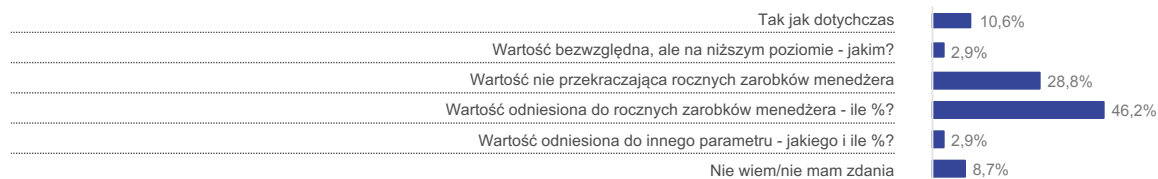
ukształtowania sankcji maksymalnej w relacji do przychodów na innym poziomie (zwykle respondenci wskazywali poziom „0,5%” lub „1% lub mniej”). 13,6% ankietyowanych wolałoby, by poziom sankcji maksymalnej odnosił się do kapitalizacji spółki w momencie naruszenia przepisów (większość z nich proponowała poziom 0,1% kapitalizacji, niektórzy wskazywali na 1%).

8 Jak powinna być zdefiniowana maksymalna sankcja na menedżera emitenta jako osobę fizyczną?

pytanie jednokrotnego wyboru, n=104

Podobnie w przypadku menedżerów jako osób fizycznych maksymalne sankcje ustalone zostały na takim poziomie, aby zabrały nawet najbogatszych. Ich stosowanie na polskim rynku z mandatu staje się finansową karą śmierci wymagającą ogłoszenia upadłości konsumenckiej. Trzymając się przykładu zaniedbania przy identyfikacji informacji poufnej sankcja może

wynieść do 4 mln zł, a zatem są to pieniądze, których większość menedżerów polskich spółek giełdowych (przypominam, że dotyczy to także rynku NewConnect) nie zarobi (a tym bardziej nie zaoszczędzi) w trakcie całego życia. Wysokość tych sankcji powinna więc zostać powiązana z wysokością zarobków lub z innymi parametrami charakteryzującymi wielkość rynku.



Podobny odsetek respondentów (10,6%) popiera obecny poziom maksymalnych sankcji administracyjnych dla członków zarządów, rad nadzorczych i organów administracyjnych. Zdecydowana większość ankietyowanych przedstawicieli emitentów popiera koncepcję ograniczenia maksymalnej sankcji dla osób fizycznych do poziomu odnoszącego się do ich dochodów. 28,8%

respondentów popiera ograniczenie maksymalnej sankcji do wysokości rocznych dochodów osoby fizycznej, a niemal połowa (46,2%) wolałaby jeszcze większe ograniczenie maksymalnego poziomu sankcji (najczęściej zgłaszaną propozycją było 50% rocznych dochodów osoby fizycznej, niektórzy respondenci proponowali 10%).