

Konferencja

„Implementacja” MAR

Opinie spółek członkowskich zebrane podczas konferencji 26 IV 2017

W ramach konferencji zorganizowanej w dniu 26 kwietnia 2017 r. zadaliliśmy uczestnikom pytania dotyczące ich rozumienia i stosowania nowych przepisów. Podsumowanie odpowiedzi przedstawione zostało na poniższej infografice, przy czym należy mieć na względzie, iż otrzymane

opinie nie muszą być reprezentatywne dla całej populacji emitentów – wyrażone zostały one bowiem przez przedstawicieli spółek najbardziej świadomych nowych wymogów i najlepiej przygotowanych do ich stosowania.

Jak fakt opóźnienia implementacji MAR do polskiego systemu prawnego wpłynął na sytuację spółki?

Opóźnienie nie miało znaczenia - i tak działaliśmy w oparciu o bezpośrednio obowiązujący MAR

53,6%

Opóźnienie miało znaczenie, ale niewielkie, gdyż spółka przygotowywała się do wykonywania obowiązków w oparciu o zapisy MAR

10,7%

Fakt opóźnienia wpłynął na płynność przygotowań, gdyż nie wiadomo było, jaki będzie ostateczny kształt regulacji krajowych

35,7%

Opóźnienie spowodowało istotne perturbacje w przygotowaniach, gdyż nie było akceptacji dla przygotowania konkretnych reg. wewn. z uwagi na brak przepisów krajowych w okresie przejściu.

7,1%

Kluczowe problemy związane z opóźnieniem dotyczyły spraw związanych z tworzeniem list insiderów

28,6%

Kluczowe problemy związane z opóźnieniem dotyczyły spraw związanych z wysokością kar, które mogłyby zostać nałożone w okresie przejściowym

7,1%

Kluczowe problemy związane z opóźnieniem dotyczyły spraw związanych z raportowaniem informacji poufnych w okresie przejściowym

17,9%

Kluczowe problemy związane z opóźnieniem dotyczyły spraw związanych z przygotowaniem procedur raportowania transakcji osób powiązanych

10,7%

Kluczowe problemy związane z opóźnieniem dotyczyły spraw związanych z przygotowaniem procedur związanych z opóźnieniem informacji poufnych

17,9%

Opóźnienie wdrożenia krajowych regulacji dla większości respondentów (56,3%) nie miało istotnego znaczenia, gdyż podejmowali oni działania w oparciu o rozporządzenie MAR, którego treść była znana na długo przed pojawieniem się projektów przepisów dostosowujących krajowe regulacje. Duża część uczestników (35,7%) wskazała jednak, iż opóźnienie implementacji wpłynęło na płynność przygotowań. Najważniejsze problemy merytoryczne, z jakimi zetknęły się spółki,

pytanie wielokrotnego wyboru
max 3 odpowiedzi
n=28

dotyczyły tworzenia list insiderów (28,6%), raportowania informacji poufnych w okresie przejściowym (17,9%) oraz przygotowywania procedur związanych z opóźnieniem publikacji informacji poufnych (17,9%). Relatywnie mało uczestników wskazało natomiast na problemy dotyczące przygotowywania procedur raportowania transakcji menedżerów i osób powiązanych (10,7%) oraz wysokości kar nakładanych w okresie przejściowym (7,1%).

Co dla Ciebie zmieni wejście w życie przepisów implementujących MAR?

Nic, bo wszystko mam już gotowe i stosuję MAR

40,0%

Nareszcie zniknie nieporządek prawny

10,0%

Będzie więcej pracy, bo pojawi się rzeczywiste zagrożenie sankcją

56,7%

Będzie mniej pracy, bo pojawi się rzeczywiste zagrożenie sankcją

6,7%

Będę musiał/a zabezpieczyć się przed osobistą odpowiedzialnością

16,7%

Nie mam zdania

3,3%

Inne

0,0%

pytanie wielokrotnego wyboru
max 2 odpowiedzi
n=30

Stosunkowo duża część respondentów (40%) deklaruje pełne przygotowanie do MAR w oparciu o samo brzmienie regulacji unijnych i zaledwie co 10 uczestnik wskazał na istotny fakt, iż usunięte zostaną sprzeczne normy prawa unijnego i krajowego. Jednym z najważniejszych elementów wdrożenia MAR było wprowadzenie nowych wysokości sankcji i u większości spółek (56,7%) widać wyraźnie przekonanie, że pojawienie się rzeczywistego zagrożenia karami administracyjnymi przełoży się na zwiększenie nakładu pracy. Warto jednak wspomnieć, iż część respondentów

(6,7%) przewiduje zmniejszenie nakładu pracy, co można przypisać oczekiwaniu łatwiejszego przeforsowania w spółkach merytorycznie słusznych decyzji wobec większej świadomości problemu wśród członków zarządu. Na uwagę zasługuje fakt, iż co szósty respondent wskazał na potrzebę zabezpieczenia się przed osobistą odpowiedzialnością – wskazuje to wyraźnie, iż nowe wymogi spowodować mogą nie tyle wzrost przejrzystości informacyjnej spółek, co wzrost oporoducowania mający na celu obniżenie ryzyka osób odpowiedzialnych za compliance.

Czy wg Ciebie sankcje po 5 maja będą:

Niższe, bo przy takich regulacjach będzie mniej nadużyć

2,3%

Niższe, bo nadzorca uwzględni, że są to nowe przepisy i da czas na dostosowanie

0,0%

Takie same, jak poprzednio, bo przecież rozmiary rynku się nie zmienia

0,0%

Takie same, jak poprzednio, przy czym dojdą nowe sankcje, ale będą stosowane z umiarem

6,8%

Nieco wyższe, ale nie będzie to istotny wzrost

2,3%

Istotnie wyższe

52,3%

Grozić upadłością spółki/upadłością konsumencką członków władzich rodzin

34,1%

Nie mam zdania

2,3%

Inne

0,0%

pytanie jednokrotnego wyboru
n=44

Uczestnicy konferencji bardzo wyraźnie wskazali (86,4%), iż obawiają się nadużywania nowych sankcji przez nadzorę. Większość z nich uważa, że sankcje będą istotnie wyższe (52,3%), a nawet, że będą grozić upadłością konsumencką członków władz i/lub ich rodzin (34,1%). Trudno się dziwić tym obawom, gdyż wymiar kary nawet na poziomie kilku procent sankcji maksymalnej

będzie bardzo dotkliwy i oderwany od wielkości, jakie mogłyby być uzasadnione wielkością spółek, czy też wysokością zarobków członków ich władz. Dodatkowo niechęć regulatora i nadzorcy do wprowadzenia postulowanych i opracowanych przez KDPW i SEG bezpieczników ograniczających wysokość sankcji w określonych przypadkach, daje podstawy do obaw.

W czym widzisz najważniejsze różnice w stosowaniu MAR na polskim rynku vs. inne kraje UE?

Różna wielkość rynków

69,2%

Różne podejście nadzorcy

46,2%

Różny poziom niezależności nadzorcy

41,0%

Różna objętość wypracowanej doktryny w wyniku historycznych wyroków sądów

17,9%

Różny poziom aktywności tzw. „activist investors” pozywających spółki

17,9%

Różna procedura odwoławcza

10,3%

Nie widzę istotnych różnic

5,1%

Nie mam zdania

12,8%

Inne

0,0%

pytanie wielokrotnego wyboru
max 3 odpowiedzi
n=39

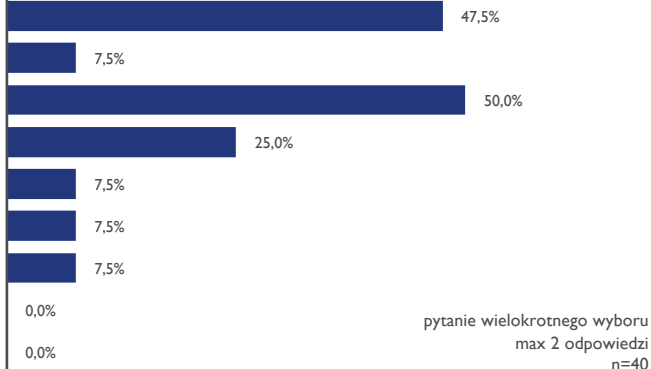
Rozporządzenie MAR obowiązuje bezpośrednio na wszystkich rynkach UE, jednak jego przepisy mają różne oddziaływanie. Uczestnicy wskazali przede wszystkim na różnice wynikające z wielkości rynków (69,2%). Wynika to z faktu, że np. wprowadzenie nowych procedur będzie relatywnie dużo łatwiejsze dla dużych spółek niż dla małych. Co więcej, niekiedy ta zależność jest jeszcze bardziej niekorzystna – im bowiem mniejsza spółka, tym większe prawdopodobieństwo

pojawienia się informacji cenotwórczej praktycznie w dowolnym obszarze jej działalności. Druga bardzo poważna różnica wskazana przez respondentów dotyczy relacji z organem nadzoru – aż 46,2% uważa, iż są one istotnie różne niż na rynkach rozwiniętych, a aż 41% wskazuje na inny poziom niezależności. Dodatkowo 10,3% wskazało na różną procedurę odwoławczą od decyzji nadzorcy, tj. na brak ścieżki merytorycznego odwołania od tej decyzji.

„Implementacja” MAR

Czy prowadzisz listę insiderów, tj. listę dostępu do informacji poufnej?

- Tak, mam listę stałego dostępu do informacji poufnej
- Tak, zawsze jak dzieje się coś ważnego, to na wszelki wypadek sporządzam listę insiderów
- Listę sporządzam po identyfikacji informacji poufnej, równoległe z przygotowywaniem raportu
- Listę sporządzam po identyfikacji informacji poufnej, po wysłaniu raportu
- Sporządzam na wszelki wypadek listę dostępu do ważnych informacji, aby przyspieszyć sporządzenie ewentualnej listy insiderów
- Raz na jakiś czas siadam i uzupełniam listy za ostatni okres
- Nigdy nie sporządzam listy insiderów, bo wszystkie informacje poufne niezwłocznie publikuję
- Nie mam zdania
- Inne

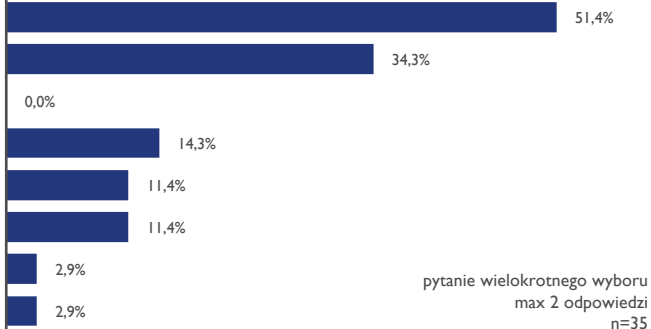


Jedną z kwestii, która pozornie się nie zmieniła, jest obowiązek prowadzenia listy insiderów. Istniał on przed MAR, ale pod nowymi regulacjami doszło do pewnych zmian w kontekście wymogów co do zawartości listy oraz udokumentowania wpisów z datą pewną. Ponadto, nowe przepisy dały możliwość prowadzenia listy stałego dostępu do informacji poufnej (zdecydowało się na to aż 47,5% respondentów), z jednej strony ułatwiające prowadzenie list, z drugiej jednak istotnie zwiększające ryzyko po stronie osób na te listy wpisanych.

Zdecydowana większość emitentów sporządza listy insiderów równoległe z przygotowywaniem raportu (50%) lub niezwłocznie po jego publikacji (25%). Warto jednak zauważyć, że nawet w tym elitarnym gronie zdarzyły się spółki, w których listy prowadzone są ex post (7,5%), a także przypadki niesporządzania listy w ogóle (7,5%), z uwagi na niezwłoczność publikacji wszystkich informacji poufnych (co niekoniecznie musi być akceptowalne z punktu widzenia nadzorczy).

Kwestię powiązania / jego braku w przypadku rady nadzorczej w Twojej spółce:

- Rozumiem tak, jak literalnie jest to napisane w MAR (jest powiązanie)
- Rozumiem tak, jak wyjaśnił to UKNF w Q&A
- Uważam, że to zależy
- Nie rozumiem, czekam na interpretację ESMA i wyroki sądów
- Wszyscy menedżerowie mojej spółki rozumieją tak samo
- Różni menedżerowie mojej spółki różnie to rozumieją (niektórzy zgłaszają osoby prawne blisko związane poprzez RN, inni nie)
- Problem mnie nie dotyczy (żaden z moich menedżerów nie zasiada w żadnej innej RN)
- Inne

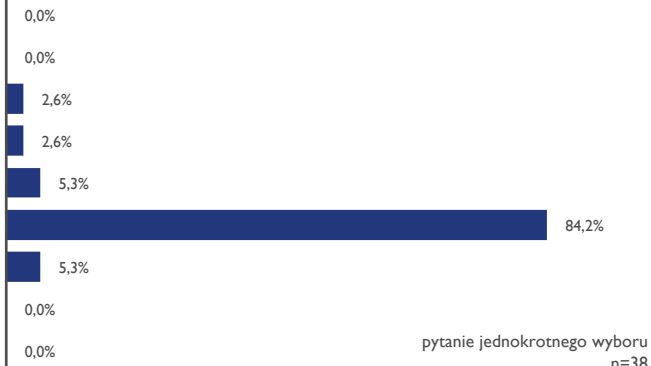


Nowym obowiązkiem wynikającym z MAR była konieczność sporządzania list osób blisko związanych z menedżerami. Dodatkową komplikacją w tym względzie była niejasność w kontekście powiązania za pośrednictwem członków rad nadzorczych, wobec różnego rozumienia tych samych przepisów przez nadzorców w różnych krajach unijnych. Wśród uczestników konferencji widać wyraźną polaryzację poglądów – większość z nich (51,4%) uznaje, że istnieje „zarażanie”

powiązaniem za pośrednictwem członka rady nadzorczej, ale duża grupa (34,3%) zgadza się z podejściem wskazanym w Q&A UKNF, iż w takiej sytuacji do powiązania nie dochodzi, przy czym część spółek (14,3%) czeka na rozstrzygnięcie dokonane przez ESMA. Szczególnie trudna jest sytuacja tych emitentów (11,4%), gdzie sami menedżerowie mają różne rozumienie tych przepisów i część z nich zgłasza osoby powiązane za pośrednictwem RN, a część – nie.

Kiedy, wg MAR, aktów delegowanych oraz Q&A ESMA, kończy się okres zamknięty związany z publikacją raportu okresowego?

- W dniu zatwierdzenia raportu przez zarząd
- W dniu zatwierdzenia raportu przez radę nadzorczą
- W dniu przekazania opinii biegłego rewidenta
- W terminie określonym w kalendarium raportów okresowych
- W dniu podania do wiadomości publicznej szacunkowych wyników zawierających wszystkie kluczowe informacje finansowe
- W dniu podania raportu do wiadomości publicznej
- We wcześniejszej z dat opisanych w odpowiedziach piątej i szóstej
- W późniejszej z dat opisanych w odpowiedziach piątej i szóstej
- Inne



Bardzo ważnym elementem ochrony inwestorów jest zakaz dokonywania przez menedżerów transakcji z okresie poprzedzającym publikację wyników finansowych. Zdecydowana większość respondentów (84,2%) wskazała, iż zakaz ten kończy się w momencie publikacji raportów okresowych, tj. tak, jak określały to poprzednie regulacje. Jednakże w związku z obowiązkiem niezwłocznej publikacji wszelkich istotnych dla inwestorów informacji, emitenci coraz częściej decydują się na publikację szacunkowych danych finansowych przed publikacją raportu okresowego. W tej sytuacji sam raport okresowy nie zawiera informacji cenotwórczych, więc

zakaz transakcji menedżerów wydaje się nieuzasadniony. Tym bardziej, że w przypadku utrzymania zakazu menedżerowie byłiby w trudniejszej sytuacji niż wszyscy pozostali uczestnicy rynku, co mogłoby ograniczać skłonność do wcześniejszej publikacji szacunkowych danych finansowych. W związku z powyższym, ESMA opublikowała Q&A nr A7.2, z którego można wnioskować, iż publikacja szacunkowych rocznych wyników finansowych automatycznie kończy okres zamknięty, jednak nie jest to wskazane jednoznacznie.