

Warszawa, dnia 11 czerwca 2012r.

Pan Andrzej Jakubiak

Przewodniczący Komisji Nadzoru Finansowego

Szanowny Panie Przewodniczący,

W związku z zaprezentowanym w dniu 28 maja 2012r. przez Urząd Komisji Nadzoru Finansowego dokumentem „Propozycja zmiany modelu finansowania nadzoru nad rynkiem kapitałowym” Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych pragnie przedstawić uwagi do tego materiału.

Jak rozumiem, intencją Komisji Nadzoru Finansowego wyrażoną w przedmiotowym dokumencie, ale także potwierdzoną w wypowiedzi Pana Przewodniczącego w trakcie spotkania, jest zmiana systemu finansowania nadzoru w taki sposób, aby utrzymać obecny poziom opłat związanych z funkcjonowaniem rynku kapitałowego, a jednocześnie skorygować strumienie przepływów pomiędzy podmiotami organizującymi obrót na rynku regulowanym (GPW i KDPW) oraz podmiotami funkcjonującymi na tym rynku (spółki publiczne, domy maklerskie, TFI).

Przyjmując tę deklarację ze zrozumieniem, Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych pragnie podkreślić, że skoro z założenia poziom łącznych opłat dla rynku ma się nie zmienić, to wydaje się, że brak jest przesłanek, aby dokonywać tak istotnych modyfikacji systemu istniejącego obecnie, zapewniającego dotychczas sprawne funkcjonowanie rynku kapitałowego. Jeśli bowiem doszłoby do wdrożenia zaproponowanych zmian, żadna z instytucji nie odniosłaby korzyści, a zwiększeniu uległyby koszty – z uwagi na ograniczenie zakresu partycypacji podmiotów zagranicznych w opłatach na rzecz polskiego nadzoru oraz zwiększenie kosztów wyliczania i poboru opłat.

Niezależnie od powyższej, fundamentalnej uwagi Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych przesyła w załączeniu szereg uwag zarówno natury ogólnej, jak też bardzo szczegółowej.

Załącznik: Uwagi Stowarzyszenia Emitentów Giełdowych do „Propozycji zmiany modelu finansowania nadzoru nad rynkiem kapitałowym”

Z poważaniem
Jakubiak

Uwagi do projektu zmian zasad systemu finansowania instytucji nadzoru nad rynkiem.

W związku z przedstawionym przez Urząd Komisji Nadzoru Finansowego projektem zmian zasad finansowania nadzoru nad rynkiem finansowym Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych przedstawia uwagi dotyczące tego projektu.

UWAGI OGÓLNE

Idea finansowania systemu nadzoru przez rynek oraz objęcia wszystkich beneficjentów nadzoru opłatami wydaje się słuszna, tym niemniej Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych stoi na stanowisku, że rozwiązanie zaproponowane przez Urząd KNF ma charakter wycinkowy i nie stanowi projektu zmiany systemowej, która całościowo objęła cały system finansowania instytucji rynku kapitałowego.

Zgodnie z przedstawionym przez Urząd KNF projektem zmianie ulec ma tylko forma i kanały transferu środków – wobec powyższego konieczne jest rozważanie zmiany modelu finansowania w połączeniu z systemami opłat na rzecz instytucji infrastrukturalnych rynku. Nowy model finansowania powinien obejmować zmiany w powyższym zakresie w długim okresie oraz precyzować formę dokonywania zmian opłat uczestników rynku na rzecz tych instytucji w przyszłości. Tylko systemowe rozwiązanie przekształcające strukturę finansowania organu nadzoru, ale zarazem jednoznacznie określające zasady finansowania innych instytucji rynku kapitałowego (GPW i KDPW) może zapewnić powstanie systemu stabilnego i pozbawionego skazy nowego *quasi-podatku* od podmiotów działających na rynku kapitałowym. Tylko systemowe rozwiązanie pozwoli na integrację wszystkich uczestników rynku kapitałowego wokół celu, jakim jest stworzenie zdrowego i funkcjonalnego systemu nie tylko finansowania organu nadzoru, ale funkcjonowania całego rynku kapitałowego i jego instytucji.

Oznacza to więc, że w ramach dyskusji nad modelem finansowania nadzoru nad rynkiem kapitałowym powinna zostać włączona także kwestia opłat ponoszonych przez uczestników rynku kapitałowego na rzecz innych instytucji tego rynku. **W innym przypadku mamy do czynienia ze wzrostem kosztów funkcjonowania rynku kapitałowego o ponad 18 mln zł – co oznacza ogromny wzrost kosztów po stronie emitentów notowanych na rynku**

regulowanym, Domów Maklerskich oraz Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych. W efekcie oznaczać to będzie obniżenie konkurencyjności tych podmiotów i wzrost kosztów funkcjonowania polskiego rynku kapitałowego – co w obecnej rzeczywistości gospodarczej będzie oznaczać dramatyczne osłabienie konkurencyjności polskiego rynku kapitałowego

Wobec wzrostu obciążeń ponoszonych przez podmioty nadzorowane na rzecz organu nadzoru konieczne jest także podjęcie dyskusji o włączeniu tych podmiotów (poprzez ich przedstawicieli) do kreowania polityki nadzorczej. Przygotowując systemowe rozwiązania dotyczące finansowania i funkcjonowania systemu nadzoru nad rynkiem instytucje skupiające poszczególne grupy uczestników rynku powinny uzyskać prawo głosu w ramach relacji z organem nadzoru, co pozwoliłoby na podejmowanie realnej współpracy i działań wpływających na kierunki rozwoju polskiego rynku kapitałowego. Warto więc podjąć na obecnym etapie także dyskusję nad powołaniem reprezentacji podmiotów ponoszących koszty funkcjonowania nadzoru, która byłaby partnerem dla tego organu wspierającym doświadczeniem i uczestniczącym w kreowaniu długofalowych działań na rzecz rynku kapitałowego.

Zaproponowany model finansowania nie jest elastyczny – próbuje rozwiązać kwestię finansowania nadzoru w sposób doraźny, uproszczony, nie uwzględnia przyszłych możliwych konstrukcji świadczenia usług na rynku. Trzeba więc podjąć debatę na skonstruowanie na tyle elastycznych zasad finansowania systemu nadzoru, aby w przyszłości stosunkowo łatwo poszerzać grono podmiotów, które – jeśli będą korzystać z funkcjonowania nadzoru – partycypowałyby w jego kosztach. Już obecnie funkcjonują podmioty, które – nie podlegając nadzorowi – stwarzają wrażenie uczestników regulowanego rynku finansowego, oferując różnego rodzaju produkty quasi-inwestycyjne. Podmioty takie bardzo utrudniają prowadzenie uczciwego biznesu konkurując w sposób nieuczciwy poprzez unikanie ponoszenia kosztów funkcjonowania nadzoru. Niestety w przypadku nadużyć ofiarami stają się podmioty nadzorowane, które płacą za to utratą zaufania klientów do całej branży – a w konsekwencji ponoszą koszty rozrostu systemu nadzoru. Nowy system powinien uwzględniać taką sytuację i powinien wprowadzać opłaty także uwzględniające funkcjonowanie tego typu konstrukcji i ich działania. W sytuacji kiedy wprowadzany jest nowy system, w którym podmioty nadzorowane płacą za nadzór podnosząc poziom bezpieczeństwa uczestników rynku, nowy

system powinien uwzględnić konieczność eliminacji nieuczciwej konkurencji ze strony podmiotów, które na ten nadzór nie łożą.

Podkreślić także należy, że niektóre grupy uczestników rynku już obecnie ponoszą większe koszty, niż uczestnicy zagraniczni. Przykładowo emitenci muszą spełniać wyższe wymogi informacyjne, a ponadto ponoszą wyższe koszty komunikacji z rynkiem. Jak wynika z analizy przebiegu V edycji konkursu Złota Strona Emitenta, spółki zagraniczne komunikują się zdecydowanie najgorzej (szczegółowe dane zawarte zostały w raporcie, który upubliczniony zostanie w dniu 12 bm. podczas IV Kongresu Relacji Inwestorskich SEG), obniżając zaufanie do rynku. Spółki te, choć generują większe ryzyko dla uczestników rynku (z uwagi na niższe wymogi informacyjne oraz niższą jakość komunikacji), nie będą objęte opłatami na rzecz krajowego nadzoru, a zatem pozycja konkurencyjna krajowych emitentów ulegnie pogorszeniu (a kwestia ta dotyczy zapewne także innych grup uczestników rynku). Sytuacja taka wpływa na konkurencyjność polskich emitentów i powinna zostać uwzględniona w budowaniu nowego systemu opłat i nowy system powinien te dysproporcje niwelować dla zapewnienia rzeczywistej konkurencyjności.

Nowy system opłat powinien łączyć w swoich zasadach skalę wysiłków organu nadzoru poświęcanego danej grupie z wielkością obciążeń ponoszonych przez poszczególne grupy uczestników na rzecz organu nadzoru. **Koszty ponoszone przez poszczególne podmioty powinny być powiązane z kosztami sprawowania nad nimi nadzoru – odpowiadałoby to zasadzie współmierności kosztów i obciążeń.** W praktyce powinno to więc oznaczać, że kary nakładane na uczestników rynku powinny pomniejszać wartość wpłat od pozostałych uczestników rynku z danej grupy. Pozostali uczestnicy rynku i tak są ukarani, ponieważ kara nałożona na podmiot z branży obniża zaufanie do rynku. W przypadku emitentów podnosi to premię za ryzyko i obniża wycenę pozostałych spółek. Koncepcja ta przełożyć się więc powinna na generalną zasadę, że podmioty funkcjonujące zgodnie z obowiązującymi przepisami i ponoszące związane z tym koszty (finansowe i pozafinansowe) powinny mieć w przypadku działania innych na szkodę rynku przynajmniej rekompensatę w postaci obniżenia opłat na rzecz nadzoru.

UWAGI SZCZEGÓŁOWE

1. Obecnie w materiałach KNF dotyczących proponowanych zmian wskazuje się, że koszty funkcjonowania systemu nadzoru nad rynkiem kapitałowym obejmują 39 mln zł. Z dostępnej wiedzy wynika, że historycznie opłaty pozyskiwane z rynku kapitałowego przez KNF wynosiły 16 mln zł w 2008r. a 24 mln zł. w 2009r¹ – skąd taki wzrost kosztów funkcjonowania według założeń zaprezentowanego projektu? Połączenie systemów nadzoru miało zaowocować pewnym synergiami, natomiast prezentowane dane nie potwierdzają takiego efektu. Obecnie zaprezentowany projekt pokazuje jeszcze wyższy poziom kosztów i obciążeń dla rynku kapitałowego. Debata nad zmianą systemu opłat powinna także uwzględniać ocenę rzeczywistych kosztów funkcjonowania nadzoru – co jest jasną konsekwencją pozyskiwania środków potrzebnych do skutecznego nadzoru bezpośrednio od podmiotów nadzorowanych.
2. Przedstawiona propozycja w znaczącej części odchodzi od oparcia systemu o instytucje infrastrukturalne - czy nie spowoduje to wzrostu kosztów zbierania opłat na rzecz systemu nadzoru. Czy dokonane zostały kalkulacje związane z kosztami zbierania opłat comiesięcznych, ich określania, weryfikacji? Na ile spowoduje to konieczność wzrostu zatrudnienia w ramach instytucji nadzorujących? Podkreślić także należy, że zarówno emitenci, jak też domy maklerskie i TFI już teraz płacą za pośrednictwem tych instytucji na rzecz organu nadzoru. Zmiana tej koncepcji wymaga całkowitego przebudowania systemu opłat także na rzecz tych właśnie instytucji (GPW i KDPW), jak również uwzględnienia w przebudowanym systemie także innych rynków, które w obecnym systemie opłat nie są uwzględnione.
3. Dwa lata temu został powołany specjalny zespół ds. finansowania UKNF w ramach Rady Rozwoju Rynku Finansowego – wydaje się że jest to doskonała podstawa dla podjęcia szerokiej debaty nad przedmiotowym projektem. Praca w ramach tego zespołu pozwoliłaby na podjęcie dyskusji w ramach pełnej reprezentacji rynku i wypracowanie rozwiązania systemowego, uwzględniającego także element rozwoju rynku, co w obecnej propozycji nie ma miejsca.
4. Doprecyzowania wymaga kwestia sposobu w jaki określona została wartość 0,006 kapitału własnego emitentów zaproponowana w projekcie jako podstawa wyliczania opłat? W jaki sposób będzie określana wartość faktyczna, skoro w rozporządzeniu

¹ Źródłem jest Sprawozdanie z działalności Komisji Nadzoru Finansowego za 2009r.

planowana jest stawka 0,004? Na ile często będą możliwe zmiany i jakie elementy będą decydowały o ostatecznej wysokości stawki? W jaki sposób stawka faktyczna będzie skorelowana z opłatami na rzecz instytucji rynku kapitałowego, aby uniknąć bezpośredniego przełożenia wzrostu stawki na wzrost ogólnych kosztów funkcjonowania całego rynku kapitałowego?. Jak rozumiemy zapisy przedstawionej przez Urząd Komisji Nadzoru Finansowego propozycji zmian systemu opłat intencją KNF jest jednoznaczne skorelowanie zaproponowanych zmian w strukturze opłat ze zmianami regulacji GPW i KDPW w zakresie obciążeń ponoszonych przez podmioty, które miałyby w sposób bezpośredni finansować nadzór nad rynkiem (emitenci, domy maklerskie, TFI) w taki sposób, aby uniknąć ogólnego wzrostu kosztów funkcjonowania rynku kapitałowego. Jednoznaczna deklaracja w tym zakresie ze strony KNF uporządkowałaby dyskusję w tej kwestii.

5. W przypadku spółek zaproponowane zostało kryterium kapitałów własnych jako podstawy wyliczenia opłat na rzecz nadzoru., Oznacza to, że koszty ponoszone na rzecz organu nadzoru nie będą skorelowane z koniunkturą rynkową – jest to zupełnie inna zasada, niż w przypadku kosztów ponoszonych przez inne instytucje (GPW, KDPW) których opłaty są uzależnione od aktywności rynku i pożytków z tego wynikających. Oznaczać to będzie, że nawet w okresach dekonunktury spółki będą zmuszone do ponoszenia takich samych opłat na rzecz nadzoru (niespójność z systemem opłat ze strony instytucji rynku kapitałowego na rzecz nadzorczy). Konieczne jest więc rozważenie systemu, w którym występować będzie uzależnienie kosztów ponoszonych przez emitentów od sytuacji rynkowej – naturalnym odniesieniem wydaje się być poziom kapitalizacji rynkowej danego emitenta. Rozwiązanie takie byłoby zdecydowanie bardziej spójne z rozwiązaniami stosowanymi wobec innych podmiotów nadzorowanych.
6. Warto rozważyć także koncepcję funduszu „stabilizacyjnego”, który zasilany byłby np. środkami pochodzącymi z kar nakładanych na podmioty naruszające obowiązki informacyjne – środki funduszu mogłyby zostać wykorzystane dla finansowania systemu nadzoru oraz wyrównywać dysproporcje w kosztach sprawowania nadzoru nad podmiotami, które generują dodatkowe koszty dla nadzorczy działając z naruszeniem reguł rynku kapitałowego. Dodatkowo fundusz taki mógłby być wykorzystywany dla równoważenia dysproporcji we wpływach w przypadku

osłabienia się koniunktury gospodarczej w przypadku oparcia systemu opłat na kapitalizacji rynkowej spółek w miejsce zaproponowanych kapitałów własnych.

7. Spółki krajowe i zagraniczne powinny mieć takie same warunki konkurencji. W zaproponowanym rozwiązaniu nie ma takiej sytuacji z uwagi na fakt, że spółki zagraniczne mają niższe wymogi informacyjne, gorzej komunikują się z inwestorami, a w obecnie zaproponowanym modelu finansowania będą relatywnie mniej płacić. Efektem tego rozwiązania będzie sytuacja, w której spółki krajowe będą płacić premię za ryzyko generowaną w dużej mierze przez spółki zagraniczne.
8. SEG postuluje, aby w przyjmowanym rozwiązaniu systemu finansowania nadzoru przyjąć założenie, że spółki naruszające zasady funkcjonowania rynku kapitałowego powinny więcej płacić w stosunku do analogicznych podmiotów prawidłowo działających na tym rynku. Argumentacja w tym zakresie wynika z faktu, że na podmioty naruszające zasady idzie zasadniczy wysiłek nadzorczy. To właśnie te podmioty naruszające zasady funkcjonowania rynku kapitałowego podnoszą premię za ryzyko dla całego rynku, także dla spółek właściwie wykonujących obowiązki informacyjne. Spółki właściwie wykonując obowiązki informacyjne powinny otrzymać rekompensatę za to, że inne spółki łamiąc zasady komunikacji podnoszą premię za ryzyko. Efektem tych założeń jest teza, że w ramach proponowanych rozwiązań powinien powstać system, w którym kary powinny wracać do budżetu UKNF (nie powiększając go, ale ograniczając wpłaty innych podmiotów danej kategorii, np. emitentów). Być może wspomniany wcześniej fundusz stabilizacyjny mógłby być platformą pozwalającą na wprowadzenie takiego właśnie rozwiązania.
9. Z argumentacji przedstawionej powyżej wynika jednoznaczny postulat, iż ewentualne podniesienie opłat od emitentów powinno skutkować proporcjonalnym obniżeniem opłat nakładanych przez GPW i KDPW. Wymaga to więc podjęcia prac nad równoległymi zmianami regulacji tych instytucji, aby zaproponowane zmiany miały charakter systemowy, obejmujący wszystkie aspekty funkcjonowania rynku kapitałowego. Dla powodzenia projektu konieczne jest więc wypracowanie takiego mechanizmu, który zapewniłby równowagę wszelkich zmian w zakresie opłat ponoszonych na rzecz zarówno nadzoru, jak i instytucji rynku kapitałowego w każdym momencie, gdy będą wprowadzane zmiany opłat ponoszonych przez podmioty funkcjonujące na rynku kapitałowym na rzecz jednej z tych instytucji. Bez skorelowania tych zmian będziemy mieli do czynienia ze wzrostem kosztów

funkcjonowania rynku - a więc z osłabieniem jego konkurencyjności. Podkreślić należy, że sukces polskiego rynku w ostatnich latach wynika w dużej mierze z liczby i wartości IPO, a te z kolei są pochodną niskich opłat od emitentów. Im wyższe będą więc opłaty od spółek na rzecz KNF, tym większa będzie pokusa pozostania poza rynkiem regulowanym, opracowania nowych modeli funkcjonowania na rynku kapitałowym (mających na celu ograniczenie kosztów funkcjonowania w oparciu o nowy model finansowania nadzoru), które osłabią sprawność funkcjonowania polskiego rynku kapitałowego, który dziś zdecydowanie wygrywa w walce o pozyskiwanie nowych ofert na rynku europejskim.

Przedstawione powyżej uwagi dotyczą wielu zasadniczych kwestii, które są fundamentalne dla modelu wzajemnych relacji pomiędzy organem nadzoru, instytucjami infrastrukturalnymi, a uczestnikami rynku. Debata nad przygotowywanym projektem zmian systemu opłat na rzecz organu nadzoru powinna więc mieć charakter znacznie szerszy, fundamentalny - uwzględniający potrzebę wypracowania stabilnego modelu finansowania nadzoru nad rynkiem na wiele kolejnych lat. Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych zdecydowanie popiera podjęcia takiej debaty i uwzględnienia w przygotowywanych rozwiązaniach praktycznej wiedzy, którymi dysponuje Stowarzyszenie dzięki stałej i bliskiej współpracy ze swoimi członkami.