

L.dz. 467/2018

dr Mirosław Kachniewski

Prezes Zarządu

Warszawa, dnia 14 sierpnia 2018 r.

Szanowny Pan

Piotr Nowak

Podsekretarz Stanu

Ministerstwo Finansów

Szanowny Panie Ministrze,

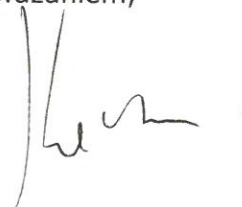
W nawiązaniu do spotkania w dniu 24 lipca 2018 r. pragnę przekazać wnioski i postulaty Stowarzyszenia Emitentów Giełdowych odnośnie możliwych zmian w zakresie emitowania i oferowania obligacji korporacyjnych.

Szereg postulatów i propozycji, które zgłaszamy, jest tożsamy z uwagami zgłoszonymi pismem z dnia 10 sierpnia 2018 r. do projektu Strategii Rozwoju Rynku Finansowego. W szczególności dotyczy to systemu oferowania i przydziału obligacji korporacyjnych podczas specjalnej sesji giełdowej, który zapewniłby powszechność dostępu inwestorów do obligacji emitowanych przez wiarygodnych emitentów.

Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych przeprowadziło w dniach 26 lipca - 10 sierpnia 2018 r. ankietę na temat możliwych zmian w systemie obligacji korporacyjnych. Ankietę wypełniło 12 emitentów, co uważamy za relatywnie wysoką liczbę biorąc pod uwagę okres kumulacji raportowania półrocznego oraz urlopów. Za wartościowe dla wyników ankiety jest jednak to, że w skład grupy respondentów weszło aż 8 spółek, które emitowały lub emitują obecnie obligacje oraz jedna spółka, która planuje w przyszłości emitować obligacje.

W załączeniu przekazuję główne postulaty i propozycje SEG oraz omówienie wniosków z ankiety.

Z poważaniem,



Załącznik: Postulaty i propozycje Stowarzyszenia Emitentów Giełdowych odnośnie zmian w systemie emitowania, oferowania i obrotu obligacjami korporacyjnymi

Załącznik

Postulaty i propozycje Stowarzyszenia Emitentów Giełdowych odnośnie zmian w systemie emitowania, oferowania i obrotu obligacjami korporacyjnymi

1. Niewprowadzanie ograniczeń w zakresie limitu przeprowadzanych prywatnych ofert obligacji w ciągu roku

Zdecydowana większość spółek, które emitowały, emitują lub planują emitować obligacje jest przeciwko jakimkolwiek formom ograniczania liczby ofert prywatnych, które spółka (lub inne spółki w ramach tej samej grupy kapitałowej) mogłyby przeprowadzić w ciągu roku. Przeciwko takiemu rozwiązaniu opowiedziało się od 78% do 100% respondentów (w zależności od opcji).

Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych jest przeciwne wprowadzaniu dodatkowych ograniczeń w zakresie emitowania obligacji korporacyjnych, wykraczających poza ramy zdefiniowane w Rozporządzeniu Prospektowym i innych przepisach Unii Europejskiej. Wprowadzanie dodatkowych ograniczeń na poziomie regulacji polskich byłoby klasycznym przykładem tzw. goldplatingu, czyli narzucania w kraju członkowskim ograniczeń wykraczających poza wymogi wspólnotowe. Goldplating przyczyniał się dotychczas do zmniejszania konkurencyjności polskiego rynku kapitałowego i został uznany za jedną z kluczowych barier w jego rozwoju w ramach prac Rady Rozwoju Rynku Finansowego.

2. Wzbogacenie treści dokumentu informacyjnego towarzyszącego ofercie prywatnej obligacji

Ankietowani emitenci opowiedzieli się za wprowadzeniem dodatkowych informacji, które powinny zostać uwzględnione w treści dokumentu przedstawianego inwestorom, którym oferowane są obligacje:

- Precyzyjny cel emisji obligacji: popiera 56% respondentów
- Informacja o źródłach finansowania wykupu obligacji lub o braku takich źródeł, jeśli nie istnieją one w momencie przeprowadzania oferty: popiera 67% respondentów
- Informacje o aktualnym stanie zadłużenia spółki wg stanu na koniec miesiąca poprzedzającego ofertę: popiera 100% respondentów
- Informacja o kapitale obrotowym spółki wg stanu na koniec miesiąca poprzedzającego ofertę: popiera 89% respondentów
- Informacja o stopniu dopasowania aktywów i pasywów spółki wg stanu na koniec miesiąca poprzedzającego ofertę: popiera 67% respondentów

Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych popiera propozycję wyraźnego wskazania, iż ww. informacje powinny być prezentowane inwestorom w stosunku do których przeprowadzana jest oferta prywatna obligacji. W naszej opinii dołączenie tych informacji nie wiąże się z istotnym zwiększeniem kosztów przygotowania emisji i oferty dla emitenta.

3. Wprowadzenie standardu Karty Informacyjnej Obligacji jako standardu określonego przez rynek

Zdecydowana większość respondentów popiera propozycję wprowadzenia obowiązku przedstawiania przez oferującego inwestorom Karty Informacyjnej Obligacji – dwustronicowego dokumentu, który podsumowywałby najważniejsze informacje na temat emitenta, jego sytuacji finansowej, oferty obligacji i związanych z nią ryzyk w przejrzystej i czytelnej formie. Wprowadzenie takiego obowiązku poparło 67% respondentów, przy czym aż 78% respondentów jest zdania, że wzór zawartości i formy

Karty Informacyjnej Obligacji powinien powstać jako standard rynkowy, stworzony we współpracy organizacji reprezentujących emitentów i inwestorów, a następnie powinien zostać uznany przez nadzorcę.

Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych wraz z Fundacją Standardów Raportowania, mając doświadczenie w pracy nad standardami informacyjnym (m.in. OSR-1, OSR-2, SIN) deklaruje możliwość podjęcia prac nad wzorem Karty Informacyjnej Obligacji we współpracy z innymi organizacjami zrzeszającymi interesariuszy polskiego rynku kapitałowego.

4. Możliwość potwierdzania przez biegłego rewidenta informacji finansowych zawartych w dokumencie informacyjnym w przypadku, gdy oferta jest przeprowadzana w II półroczu

Zdania respondentów były w tym zakresie podzielone. 56% respondentów opowiedziało się przeciwko badaniu sprawozdania półrocznego (44% było za). Z kolei w odniesieniu do przeglądu sprawozdania półrocznego po 44% respondentów było za i przeciw (11% odpowiedziało „nie wiem”).

Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych uważa, że wprowadzenie możliwości potwierdzania informacji finansowych za I półrocze poprzez przegląd sprawozdania finansowego byłoby rozwiązaniem, które nie zwiększy kosztów dla emitentów, których instrumenty finansowe już są notowane na rynku regulowanym, a więc byłoby neutralne kosztowo dla zdecydowanej większości poważnych emitentów.

5. Oferowanie obligacji inwestorom indywidualnym powinno być prowadzone wyłącznie przez podmioty nadzorowane przez KNF

Niewielka większość (54%) respondentów zgodziła się z propozycją, by wszelkie kontakty z inwestorami indywidualnymi w procesie oferowania mogłyby prowadzić wyłącznie firmy inwestycyjne lub banki (tj. nie byłoby możliwości powierzenia wybranych czynności w procesie oferowania podwykonawcom nielicencjonowanym przez UKNF). Jednocześnie większość respondentów nie poparła dalszych idących ograniczeń, tj. obowiązku rejestrowania wszystkich rozmów prowadzonych przez oferującego z inwestorami (56% przeciw) lub uniemożliwienia oferowania inwestorom indywidualnym obligacji, które nie posiadają ratingu (78% przeciw).

Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych popiera rozwiązania, których celem będzie doprowadzenie do sytuacji, w której oferowanie obligacji korporacyjnych inwestorom indywidualnym będzie prowadzone wyłącznie przez podmioty licencjonowane/nadzorowane przez KNF.

6. Wzmocnienie funkcji administratora zabezpieczeń

Zdecydowana większość respondentów popiera wprowadzenie obowiązku ciągłości pełnienia funkcji administratora i zapewnienia jego finansowania (78%) oraz wprowadzenie ochrony zabezpieczenia w przypadku roszczeń osób trzecich wobec administratora (89%).

Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych popiera propozycje ww. rozwiązań zmierzających do wzmocnienia funkcji administratora zabezpieczeń. W naszej opinii wprowadzenie ochrony zabezpieczenia w przypadku roszczeń osób trzecich wobec administratora nie przyczyni się do wzrostu kosztów emitowania obligacji korporacyjnych. Z kolei wprowadzenie obowiązku ciągłości pełnienia funkcji administratora i zapewnienia jego finansowania nie powinno się przyczynić do zwiększenia kosztów dla emitentów, którzy odpowiedzialnie traktują funkcję administratora zabezpieczeń i jednocześnie przyczyni się do zwiększenia poziomu ochrony inwestorów.

7. Obowiązkowa dematerializacja obligacji emitowanych w trybie ofert prywatnych tylko w przypadku neutralności kosztowej rozwiązania

Większość respondentów (67%) opowiedziało się przeciwko wprowadzeniu obowiązku dematerializacji obligacji emitowanych w trybie ofert prywatnych, co jest związane z

koniecznością ponoszenia dodatkowych kosztów. Jeśli w procesie dalszych prac nad zmianami w systemie emitowania i oferowania obligacji korporacyjnych udałoby się wypracować rozwiązania, które umożliwiłyby przeprowadzenie dematerializacji bez ponoszenia dodatkowych kosztów przez emitentów, wówczas w opinii Stowarzyszenia możliwe byłoby wprowadzenie takiego obowiązku.

8. Wprowadzenie mechanizmów faktycznej ochrony inwestorów: fundusz rekompensat i obowiązkowe OC

Zdecydowana większość respondentów (67%) popiera wprowadzenie obowiązku wykupywania polis OC przez podmioty oferujące obligacje i pośredniczące w ich oferowaniu, z których to polis mogłyby być finansowane odszkodowania dla inwestorów w przypadku wystąpienia naruszeń.

Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych rekomenduje także utworzenie specjalnego funduszu zasilanego wpływami z nałożonych przez nadzorcę kar administracyjnych, z którego byłyby finansowane m.in. odszkodowania dla inwestorów. Także to rozwiązanie jest popierane przez większość (56%) respondentów.

9. Wprowadzenie alternatywnego obowiązku animator lub rating

Po połowie rozłożyły się głosy respondentów za i przeciw rozwiązaniu, które obowiązek animatora dla obligacji zastąpiłyby obowiązkiem animatora lub ratingu. W opinii Stowarzyszenia Emitentów Giełdowych warto rozważyć wprowadzenie takiego rozwiązania, gdyż zwiększyłoby ono popularność ratingów obligacji obniżając jednocześnie w pewnym stopniu ich koszt.

10. Przydział obligacji na specjalnej sesji giełdowej

Jednym z postulowanych przez Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych rozwiązań, które zwiększyłoby równość inwestorów w dostępie do obligacji, byłoby ich przydzielanie na specjalnej sesji giełdowej, przy jednoczesnym wcześniejszym publikowaniu w jednym miejscu informacji o trwających ofertach publicznych obligacji. Głosy respondentów w odniesieniu do tego rozwiązania rozłożyły się stosunkowo proporcjonalnie: 44% przeciw, 33% za, 22% nie miało zdania. Taki rozkład głosów może być spowodowany faktem, iż propozycja tego rozwiązania dla wielu osób związanych z rynkiem kapitałowym, w tym dla przedstawicieli emitentów, może być nowa i nie w pełni zrozumiała oraz trudna do oceny przed poznaniem szczegółowych założeń.

Stowarzyszenie uważa jednak, że warto rozważyć tę propozycję i przeprowadzić dalsze prace nad uszczegółowieniem koncepcji rozwiązania. Bardziej szczegółowy opis proponowanego rozwiązania został zawarty w komentarzach SEG do bariery nr 4 w ramach prac nad Strategią Rozwoju Rynku Finansowego. Opis ten przedstawiamy poniżej.

„Brak określonych mierzalnych celów i planów działań mających na celu integrację finansową inwestorów indywidualnych.

Inwestorzy indywidualni są bardzo mocno dyskryminowani w dostępie do możliwości inwestycyjnych z uwagi na kilka czynników:

1. Brak wystarczającej wiedzy – jak zostało wskazane w komentarzach dotyczących bariery nr 2 osiągnięcie masowego dotarcia edukacji ekonomicznej będzie możliwe z perspektywy kilkunastu lat (po wcześniejszym wykształceniu pokolenia nauczycieli), a realny napływ środków generowanych przez tych procesów edukacyjnych – po upływie kolejnych kilkunastu lat (kiedy wykształceni w ten sposób uczniowie zaczną generować nadwyżki finansowe). Do tego czasu konieczne jest zatem stworzenie odpowiedniej infrastruktury, aby inwestowanie na rynku kapitałowym było przyjazne i bezpieczne.
2. Ograniczenia natury formalnej – wymogi regulacyjne często ograniczają udział inwestorów indywidualnych w najciekawszych projektach, ale dodatkowym

problemem wydaje się nadmierne rozciąganie tej „ochrony” upośledzając i tak trudną sytuację tej grupy inwestorów.

3. Ograniczenia natury biznesowej – z oczywistych względów łatwiejsze i tańsze wydaje się uplasowanie ofert do kilku inwestorów instytucjonalnych niż do kilku tysięcy inwestorów indywidualnych. Wynika to jednak nie tyle z przyczyn obiektywnych, co z wysokich kosztów związanych z pozyskiwaniem inwestorów. Gdybyśmy założyli, że koszty te są krańcowo niskie, wówczas – w przypadku publicznej oferty obligacji – zaoferowanie ich inwestorom indywidualnym nie wiązałoby się z wyższymi kosztami, a dawałoby większe korzyści wynikające z większego rozproszenia i wyższej płynności na rynku wtórnym.
4. Wysokie koszty uczestnictwa w rynku – konieczność pośrednictwa wiąże się z koniecznością poniesienia dodatkowych kosztów, czy to bezpośrednio (koszt prowadzenia rachunku lub koszt dokonania transakcji), czy też pośrednio (niższe oprocentowanie obligacji).
5. Nieprzyjazny sposób udziału w rynku, silnie kontrastujący z możliwościami dokonywania „inwestycji” w innych obszarach – obecna formuła funkcjonowania rynku kapitałowego w Polsce powoduje, że nabycie obligacji korporacyjnych przez inwestora indywidualnego jest bardzo skomplikowanym procesem. Nie ma przejrzystej informacji o nadchodzących ofertach, nabycie obligacji wymaga założenia rachunku lub złożenia zapisu w konkretnym domu maklerskim prowadzącym ofertę, przebrnięcia przez test odpowiedniości w tym domu maklerskim.

Propozycja rozwiązania

Stosunkowo prostym i tanim rozwiązaniem, które minimalizowałoby powyższe problemy byłoby stworzenie centralnej platformy obrotu obligacjami, przy czym obrót ten powinien się rozpoczynać na możliwie wczesnym etapie, tj. podczas oferowania obligacji – mogłyby one być przydzielane podczas specjalnej sesji giełdowej. Szerszym rozwiązaniem byłby przyjazny dostęp za pośrednictwem urządzeń mobilnych do taniego i przejrzystego systemu transakcyjnego.

Dzięki temu byłoby możliwe rozwiązanie przedstawionych powyżej problemów:

Ad 1 – poprzez **ułatwienie dostępu** (wszystkie oferty, a także rynek pierwotny i wtórny w jednym miejscu) oraz możliwość właściwego selekcjonowania obligacji oferowanych w ten sposób (np. tylko te dysponujące określonym ratingiem) możliwe byłoby łatwe nabywanie bezpiecznych obligacji przez nieprofesjonalnych inwestorów.

Ad 2 – **spełnienie wymogów regulacyjnych byłoby wymagane tylko raz, tj. jedna zgoda na daną klasę aktywów**. Ponadto, dzięki osiągnięciu korzyści skali możliwe byłoby opracowanie np. testu odpowiedniości w maksymalnie atrakcyjnej formie, np. z wykorzystaniem grywalizacji umożliwiającej osiąganie dostępu do kolejnych rodzajów papierów wartościowych w miarę zgłębiania wiedzy o rynku. Cała infrastruktura z tym związana (test odpowiedniości i funkcje transakcyjne) powinna być dostępna jako aplikacja na smartfony.

Ad 3 – oferowanie wiązałoby się z koniecznością spełnienia określonych wymogów regulacyjnych i „wstawieniem obligacji do sklepu”, natomiast nie byłoby konieczności ponoszenia innych kosztów związanych z oferowaniem.

Ad 4 – **centralizacja oferowania wiązałaby się z ograniczeniem kosztów**, a zatem byłaby korzystna pod tym względem dla inwestorów.

Ad 5 – **powstanie centralnego rynku pierwotnego spowodowałoby, że udział inwestorów indywidualnych w rynku obligacji byłby bardziej przyjazny** (jedno miejsce zawierania transakcji, jeden test odpowiedniości, jedna aplikacja na smartfonie) i bezpieczny (wybrane klasy aktywów odpowiednie do profilu danego inwestora). Pozwoliłoby to nie tylko na **zachęcenie do inwestowania nowych uczestników rynku**, ale także umożliwiłoby przejście tych, którzy zniechęceni trudnym dostępem „inwestują” na rynku forex lub kryptoaktywów.”