

PODSUMOWANIE KONFERENCJI

„Implementacja” MAR

Centrum Bankowo-Finansowe, Warszawa, 26.04.2017 r.

W dniu 26 kwietnia 2017 r. w Centrum Bankowo-Finansowym w Warszawie odbyła się, transmitowana online w czasie rzeczywistym, konferencja pt. „Implementacja” MAR, organizowana przez Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych.

Konferencja ta składała się z następujących części:

1. Dyskusji panelowej, pt.: *Zakres zmian w polskich przepisach,*
2. *Wyzwania związane ze stosowaniem nowych regulacji,*
3. *Nowe rozumienie starych pojęć,*
4. Dyskusji panelowej, pt.: *Konsekwencje opóźnienia implementacji MAR.*

Konferencję otworzył oraz część pierwszą poprowadził Prezes Zarządu Stowarzyszenia Emitentów Giełdowych, Mirosław Kachniewski. W dyskusji panelowej odnoszącej się do zmian w polskim porządku prawnym, udział wzięli: Arkadiusz Famirski (Urząd Komisji Nadzoru Finansowego), Wiesław Łatała (BDO Legal), Paweł Małkiński (Capital Market Solutions Group) oraz Dariusz Witkowski (Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych). W tej części konferencji zasygnalizowano, iż Rozporządzenie MAR nie podlega implementacji, ponieważ jak każde rozporządzenie, powinno być stosowane bezpośrednio. Jedynie dyrektywy są implementowane do porządków prawnych, a w Rozporządzeniu MAR charakter dyrektywy mają tylko i wyłącznie przepisy odnoszące się do sankcji. Następnie zwrócono uwagę na to, że w omawianym rozporządzeniu została umieszczona preambuła, która ma za zadanie pomóc w rozumieniu oraz stosowaniu przepisów zawartych w tym akcie prawnym. Kolejną kwestią jaką poruszono, było zagadnienie informacji poufnej. Przypomniano, iż SEG starał się zastąpić to pojęcie, pojęciem informacji cenotwórczej, aby nie wprowadzać w błąd racjonalnego inwestora. Sporo emocji wśród panelistów wywołała dyskusja w zakresie wysokości kar,

jakie przewiduje rozporządzenie MAR. Przedstawiciel UKNF, Arkadiusz Famirski, próbując uspokoić uczestników, stwierdził iż są to kary maksymalne i aby je zastosować, trzeba będzie wziąć pod uwagę wiele aspektów dotyczących naruszenia, zaczynając od jego wielkości, a kończąc na sytuacji finansowej osoby, zarówno fizycznej jak i prawnej, na którą kara jest nakładana. W związku z tym, kary w maksymalnej wysokości będą nakładane raczej wyjątkowo. Dariusz Witkowski zwrócił jednak uwagę, że istnieje tendencja wzrostowa w zakresie wysokości kar nakładanych przez UKNF.

W podsumowaniu pierwszego panelu konferencji zwrócono uwagę, iż UKNF ma również możliwość zastosowania zalecenia, które nie grozi sankcją, a jedynie zwraca uwagę na fakt naruszenia przepisów. W sytuacji, gdy emitent nie zastosuje się do niego, nałożona będzie kara.

Druga część konferencji poświęcona była trzem tematami. Pierwszy temat odnosił się do niedostosowania przepisów MAR do realiów polskiego rynku kapitałowego. W części tej, prowadzonej przez dyrektora ds. Regulacji Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych, Dariusza Witkowskiego, uczestnik Edmund Kozak (Wiceprezes Zarządu, IPO Doradztwo Kapitałowe), posługując się liczbami, dobitnie zobrazował wpływ nakładania kar maksymalnych na sytuację finansową spółki. Prelegent porównał sytuację emitentów na trzech giełdach: w Warszawie, we Frankfurcie oraz w Londynie. W ten sposób dobitnie wskazano, że kary przewidziane przez rozporządzenie MAR są nieadekwatne do sytuacji finansowych spółek notowanych na giełdach rynków rozwijających się, takich jak Polska.

Drugi temat, jaki był poruszany w tej części konferencji nosił nazwę *MAR a polski system prawny*. Część tą prowadził prezes Mirosław Kachniewski, natomiast na pytania odpowiadał Maciej Wróblewski, Senior Manager oraz prawnik, z kancelarii prawniczej Deloitte Legal. Przypomniano w tej części, że rozporządzenie stosuje się bezpośrednio, przez co relatywnie łatwo jest ujednoczyć nim prawo w różnych krajach. Natomiast wadą jego jest to, że nie jest ono „szyte na miarę” do danego rynku oraz spółek na nim funkcjonujących. Dodatkowo zwrócono uwagę, że na rynku są dostępne polisy D&O, które mogą chronić przed sankcjami administracyjnymi, jednak nie przed karnymi. Zwrócono również uwagę na OWU takiej polisy ponieważ limity oraz wyłączenia w nim ujęte, mogą być niewystarczające na pokrycie sankcji. Teoretycznie istnieją również polisy chroniące przed sankcjami karnymi, lecz ich skuteczność jest wątpliwa, ponieważ w polskim prawie

karnym istnieje generalny zakaz płacenia kar za inną osobę.

Ostatnią kwestią poruszaną przed przerwą, były interpretacje ESMA oraz interpretacje nadzorców w poszczególnych krajach członkowskich. W tej części prowadzącym był Piotr Biernacki (SEG), natomiast jego rozmówcą był Mirosław Kachniewski (SEG). Zdaniem Pana Kachniewskiego, rozumienie Rozporządzenia MAR będzie w Polsce zależeć od polityki KNF, a z uwagi na fakt, iż jego członkowie mimo tego, że są merytorycznie przygotowani oraz formalnie niezależni, to jednak dobór ich jest polityczny, a co za tym idzie regulacja MAR jest regulacją antyinwestorską. Zasygnalizował on, że ani ESMA, ani KNF nie są organami uprawnionymi do interpretacji tego rozporządzenia. Mogą one jedynie niewiążąco interpretować te przepisy w tzw. Q&A, które nie są źródłem prawa. W sytuacji jeśli ESMA miałyby uprawnienia do interpretacji powyższego rozporządzenia poszczególni nadzorcy w różnych krajach musieliby zmienić własne interpretacje. W tej sytuacji inwestorzy zaskarżając ich decyzje mogliby być uprawnieni do wnioskowania o zwrot zapłaconych sankcji. Zwrócił on uwagę na to, że MAR nie jest jednolicie interpretowany przez nadzorców w różnych krajach Unii Europejskiej. Ta część konferencji została zakończona pytaniem Prezesa Kachniewskiego, skierowanym do jej uczestników, czy chcieliby aby SEG zaprosił na konferencję przedstawiciela ESMA. Odpowiedzi udzielano za pomocą tabletów, w związku z tym wyniki były niemal natychmiastowe. Większość zebranych opowiedziało się za zaproszeniem przedstawicieli ESMA, gdyż ich zdaniem mogłoby to pomóc w zrozumieniu przepisów Rozporządzenia MAR.

Po przerwie odbył się trzeci a zarazem ostatni panel konferencji, który był podzielony na dwie części. W części pierwszej zajęto się nowym rozumieniem starych pojęć, które już wcześniej istniały i były uregulowane.

Pierwszym omawianym zagadnieniem, była definicja okresów zamkniętych. Pytania związane z tą kwestią zadawał Piotr Biernacki (wiceprezes zarządu, SEG), a odpowiadał na nie Wojciech Chabasiewicz (radca prawny, Chabasiewicz Kowalska i Partnerzy). Zaznaczono, że w samym ESMA, odnośnie kwestii od kiedy liczyć okres zamknięty, istnieje spór. Uzasadnione jest to tym, że zasiadają w nim przedstawiciele organów nadzorczych różnych państw UE. Zwrócono uwagę na to, że czas trwania okresu zamkniętego, tj. okres 30 dni, jest zaprzeczeniem niezwłoczności, na którą kładzie się

nacisk w rozporządzeniu. Ponadto podniesiono, iż pomimo że teoretycznie, istnieje możliwość dokonywania transakcji w 30-dniowym okresie zamkniętym, to dotyczy to tylko okoliczności wyjątkowych, które są dodatkowo szczególnie obwarowane.

Kolejnym rozważanym pojęciem była tzw. lista insiderów. Rozmówcą prezesa Mirosława Kachniewskiego był radca prawny, menedżer, Michał Bogacz (Olesiński i Wspólnicy). Wyjaśnił on, że emitent może tworzyć listę insiderów do własnych celów, której jednak nie powinien przesłać do KNF-u, jeśli formalnie nie opóźnił publikacji informacji poufnej. Objaśniono, kiedy i w jaki sposób tworzyć tę listę, tak aby była ona utworzona poprawnie oraz w sposób najbezpieczniejszy dla emitenta. W dalszej części wystąpienia wyjaśniono słuchaczom, czym jest lista osób mających stały dostęp do informacji poufnej oraz że osoby umieszczone na tej liście, nie mają stałego okresu zamkniętego. Jednak transakcje przez nie dokonywane obarczone są ryzykiem, że w danej chwili należało opublikować informację poufną.

Drugą częścią tego panelu, a zarazem ostatnią częścią całej konferencji, była dyskusja panelowa. Prowadził ją dyrektor Dariusz Witkowski, a uczestnikami byli: Wojciech Chabasiewicz (Chabasiewicz, Kowalski i Partnerzy) oraz Robert Wąchała (UKNF). Dyrektor Departamentu Nadzoru Obrotu, Robert Wąchała, zwrócił uwagę na fakt, iż implementacja rozporządzenia MAR nie zmienia przepisów Kodeksu Postępowania Administracyjnego. Ponadto zalecenie nie będzie stosowane do osób, które znajdują się na liście insiderów. W przepisach rozporządzenia MAR nie określono okresu na utworzenie tej listy, a jedynie unormowano, że należy zrobić to niezwłocznie. Moment jej sporządzenia będzie można precyzyjnie określić, ponieważ będzie ona tworzona elektronicznie, co wykluczy możliwość antydatowania. W rozmowie zasygnalizowano brak konsensusu pomiędzy organami nadzoru różnych krajów członkowskich, co powoduje, że ESMA nie może jednoznacznie odpowiedzieć, kogo należy na takiej liście umieścić. W związku z tym, w tej kwestii, decydujące będzie stanowisko KNF.

Na zakończenie konferencji, dyrektor Dariusz Witkowski, przedstawił wszystkim uczestnikom tzw. MARopedię. Jest to pewien rodzaj encyklopedii, w której zebrano wszelkie informacje dotyczące Rozporządzenia MAR. Znajdują się w niej odpowiedzi zarówno ESMA, jak i KNF na pytania dotyczące poszczególnych przepisów tego rozporządzenia oraz komentarze specjalistów. Zbiór ten będzie sukcesywnie rozwijany, jeśli pojawią się jakieś nowe stanowiska oraz informacje.

Celem konferencji zorganizowanej przez SEG oraz utworzonego portalu, jest pomoc w zrozumieniu przepisów Rozporządzenia MAR oraz ich wdrażaniu zarówno przez spółki, jak i osoby pełniące w nich funkcje zarządcze i doradcze.

Opracował: Babicz Bartłomiej, TNOiK