

# Q&A

## „Implementacja” MAR

26 kwietnia 2017

Sala Kinowa, CBF, Warszawa

### PYTANIA

(odpowiedzi dostępne są, jako Q&A, tylko dla Członków SEG)

### Zakres zmian w polskich przepisach

1. W jakim zakresie stosujemy bezpośrednio z MAR, a w jakim polskie przepisy?
2. Co się zmieni w zakresie raportowania informacji poufnych?
3. Jak wypełnić obowiązki w zakresie list menedżerów i osób blisko związanych?
4. Czy i kiedy zmieni się rozporządzenie o obowiązkach informacyjnych i co jeśli się nie zmieni do 5 maja?
5. Co się zmienia w sankcjach za naruszenia penalizowane na podstawie wcześniejszych przepisów?
6. Jakie nowe sankcje wprowadzają nowe przepisy?
7. Gdyby sankcje z MAR i polskich przepisów się „rozjechały”, to które należałoby stosować?
8. Jak dotychczas kształtowały się wysokości nakładanych sankcji?
9. Co należy brać pod uwagę przy określaniu wysokości sankcji?
10. Jak należy się przygotować, aby minimalizować wymiar ewentualnej sankcji?
11. Jakie KNF wdroży procedury dotyczące określania wartości sankcji, a w szczególności, czy po 5 maja sankcje będą większe, czy nie?

### Wyzwania związane ze stosowaniem nowych regulacji. Niedostosowanie przepisów do realiów polskiego rynku kapitałowego

1. W jakich obszarach można mówić o niedostosowaniu przepisów do realiów polskiego rynku kapitałowego?
2. Jakie są potencjalne zagrożenia sankcjami administracyjnymi wartościowo (w oparciu o % wskazane w ustawie implementującej sankcje MAR) dla spółek notowanych na GPW, w Londynie, czy Frankfurcie - według największych spółek tam notowanych?
3. Czym różnią się spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych od spółek notowanych w Londynie lub Frankfurcie - jakie kryteria rozróżnienia można wykorzystać dla porównania średnich wielkości spółek na tych giełdach?

4. Jak wygląda statystyka spółek notowanych na GPW w odniesieniu do potencjalnych wysokości kar administracyjnych notowanych na GPW - ile spółek ma poziom przychodów takich, że stosuje się do nich maksymalna wysokość kary (tj. nie ma możliwości nałożenia kary uzależnionej od przychodów - wyższej niż poziom określony w MAR?), a ile spółek ma poziom przychodów takich, że można zastosować do nich karę wyższą niż maksymalna kwota określona w MAR?
5. A jak dla porównania ta sytuacja wygląda na innych giełdach np. w Londynie czy we Frankfurcie?
6. A jak wygląda statystyka, jeśli chodzi o osoby fizyczne - zarządzające spółkami notowanymi na GPW?
7. Jak wygląda taka statystyka dla giełd np. w Londynie czy we Frankfurcie?
8. Czy najważniejsze ostatnie zmiany w regulacjach odczuwamy wyłącznie w kontekście niedostosowania przepisów do realiów naszego rynku?

## **Wyzwania związane ze stosowaniem nowych regulacji: MAR a polski system prawny**

1. Czy rozporządzenie unijne lepiej ujednocila regulacje niż dyrektywa?
2. No to dlaczego rozporządzenie, a nie dyrektywa?
3. Jakie są negatywne konsekwencje takiego jednolitego rozporządzenia?
4. Przykłady?
5. Skoro wcześniej był arbitraż regulacyjny, to może dobrze, że rozporządzenie ujednociliło sankcje?
6. Czy da się przed takimi sankcjami ochronić za pomocą polis D&O? Czy takie polisy tworzone pod regulacjami brytyjskimi „działają” w polskim systemie prawnym?
7. Czy w poszczególnych krajach są różnice dotyczące stosowania prawa?
8. Czy są też różnice w przygotowaniu merytorycznym organów nadzoru?
9. Czy osoby podejmujące decyzje mają odpowiednią wiedzę i niezależność? Kompozycja 7 nominatów politycznych, z czego 1 osoba ma doświadczenie w nadzorze, którzy mogą być odwołani z dnia na dzień.
10. A czy są różnice w samym procesie nakładania sankcji? Brak możliwości merytorycznego odwołania od decyzji nadzorcy?
11. Czy taki brak możliwości odwołania jest zgodny z MAR?
12. A w czym będą się przejawiały różnice w rozumieniu MAR?

## Interpretacje ESMA i poszczególnych krajów członkowskich

1. Czy ESMA jest uprawniona do interpretowania MAR? Jaki jest status Q&A wydawanych przez ESMA?
2. A jaki jest status odpowiedzi, które ESMA udziela na pytania nadsyłane np. przez organizacje zrzeszające emitentów z poszczególnych krajów? Czy emitent może samodzielnie zapytać o coś ESMA w razie wątpliwości?
3. Czy MAR jest jednolicie stosowany i interpretowany we wszystkich krajach?
4. Czy emitenci z innych krajów mieli jakieś problemy z MAR, coś ich niepokoiło, czy nie mieli problemów?
5. Jakie główne różnice w interpretacjach w poszczególnych krajach uwidoczniły się w Skonsolidowanej Matrycy MAR, opracowanej z inicjatywy SEG przez EuropeanIssuers?
6. Przejdźmy przez kilka najwyraźniejszych różnic. Kwestia powiązania poprzez radę nadzorczą (menedżer emitenta jest członkiem rady nadzorczej innego podmiotu - czy podmiot ten jest osobą blisko związaną): co mówi MAR, jak wygląda interpretacja w Polsce, a jak w innych krajach?
7. Czy osobą blisko związaną może / musi / powinna być organizacja non-profit? Co mówi MAR, jak wygląda sytuacja w Polsce, a jak w innych krajach?
8. Czy prezes zarządu spółki zależnej od emitenta (niezatrudniony w emitencji) jest menedżerem? Co mówi MAR, jak wygląda sytuacja w Polsce, a jak w innych krajach?
9. Prowadzenie list insiderów przez podmioty pracujące na rzecz emitenta (doradcy, audytorzy, agencje ratingowe, banki itp.) - na kim ciąży obowiązek prowadzenia listy w zakresie osób pracujących w takim podmiocie? Jak to wygląda w treści MAR, jak w Polsce, a jak w innych krajach?
10. Czy art. 16 ust. 2 MAR (obowiązek ustanowienia i utrzymywania rozwiązań, systemów i procedur wykrywania i powiadamiania o podejrzanym zleceniach i transakcjach) dotyczy podmiotów niefinansowych (non-financial companies)? Jak to wygląda w treści MAR, jak w Polsce, a jak w innych krajach?
11. Różne interpretacje poszczególnych zagadnień w różnych krajach pochodzą z różnego rodzaju źródeł (prawo lokalne, oficjalna informacja od lokalnego nadzorcy, nieformalna informacja od pracownika lokalnego nadzorcy, utarta praktyka na danym rynku itp.). Pewnie zapytanie ESMA o te kwestie ujednoliciłoby rozumienie, interpretowanie i stosowanie MAR. Czy EuropeanIssuers zapyta o wszystkie te kwestie, czy nie o wszystkie, a jeśli nie o wszystkie, to dlaczego nie?
12. A może SEG zapyta ESMA o te wszystkie kwestie? Jeśli nie da się o wszystko zapytać formalnie, to może jest szansa na zaproszenie przedstawiciela ESMA na konferencję SEG'u w Polsce, żeby ów przedstawiciel wszystko dokładnie nam wyjaśnił?
13. Jakie skutki dla krajowych interpretacji i w szczególności dla emitentów będzie miała sytuacja, gdy np. ESMA wypowie się w jakiejś kwestii inaczej niż wcześniej twierdził lokalny nadzorca?

## Nowe rozumienie starych pojęć: Okresy zamknięte

1. Art. 19 ust. 11 MAR, który mówi o okresach zamkniętych, jest bardzo precyzyjny: „Bez uszczerbku dla art. 14 i 15 osoba pełniąca obowiązki zarządcze u emitenta nie może dokonywać żadnych transakcji na swój rachunek ani na rachunek strony trzeciej, bezpośrednio lub pośrednio, dotyczących akcji lub instrumentów dłużnych emitenta, lub instrumentów pochodnych lub innych związanych z nimi instrumentów finansowych, przez okres zamknięty 30 dni kalendarzowych przed ogłoszeniem śródrocznego raportu finansowego lub sprawozdania na koniec roku rozliczeniowego, które emitent ma obowiązek podać do wiadomości publicznej zgodnie z: a) przepisami systemu obrotu, w którym akcje emitenta są dopuszczone do obrotu; lub b) prawem krajowym.” Precyzyjny, ale ja chciałbym doprecyzować: Co to jest „ogłoszenie raportu lub sprawozdania”? Data jego publikacji? Termin wskazany w raporcie z kalendarium?
2. Jeśli ustaliłem termin publikacji raportu za 1Q2017 na 25 maja, to okres zamknięty zaczął mi się 25 kwietnia. W trakcie prac nad raportem podjąłem decyzję o przyspieszeniu publikacji o 10 dni, czyli przesunąłem ją na 15 maja. A ja kupowałem/sprzedawałem 22 kwietnia. Czy okres zamknięty też się przesunął i ex post go złamałem?
3. Jako prezes miałem wpływ na to, czy i ew. o ile przyspieszona będzie publikacja raportu. Ale jeśli jestem członkiem rady nadzorczej, to już niekoniecznie. Czy za pomocą takiego przyspieszenia publikacji raportu zarząd może, umyślnie lub nieumyślnie, „zaorać” członka rady nadzorczej?
4. A co z okresem od momentu, gdy prezes już wie jakie będą wyniki, a jeszcze nie zaczęło się owe 30 dni? Np. raport roczny publikuję pod koniec marca; 30 dni zaczyna się pod koniec lutego, a prezes już 20 stycznia dość dobrze wie, jakie będą wyniki (bo wysłana została deklaracja do US za grudzień). Prezes może handlować?
5. Jeśli przed publikacją raportu postanawiam opublikować szacunkowe wyniki, czyli wszystkie istotne informacje np. o wyjątkowo dobrych lub wyjątkowo złych wynikach, to czy okres zamknięty będzie dotyczył 30 dni przed publikacją tych szacunkowych wyników?
6. A jeśli opublikowałem szacunki wyników, a potem ostateczne wyniki w raporcie się od nich różnią, to czy „utworzył się” dodatkowy okres zamknięty?
7. Czy ta kwestia się różni w zależności od tego, czy mówimy o raporcie rocznym, czy o śródrocznym?
8. Mam nadzieję, że wyjaśniliśmy, co w art. 19 ust. 11 oznacza „ogłoszenie”. Ale jeszcze mam pytanie, kim jest „osoba pełniąca obowiązki zarządcze u emitenta”. Rozumiem, że to zgodnie z art. 3 ust. 1 pkt 25) Czyli np. członek rady nadzorczej ma okres zamknięty. A jeśli ten członek rady nadzorczej ma swój FIZ, to ten FIZ może handlować w okresie zamkniętym?

9. Art. 19 ust. 12 MAR przewiduje możliwość dokonywania przez menedżera transakcji w okresie zamkniętym pod pewnymi warunkami. Czy chodzi o dowolne transakcje (wszystkie typy transakcji i instrumentów finansowych, które podlegają raportowaniu zgodnie z art. 19 MAR), czy tylko o transakcje sprzedaży akcji emitenta? A co np. z obligacjami?
10. Jakie warunki trzeba spełnić, żeby móc dokonać transakcji w okresie zamkniętym?

## **Nowe rozumienie starych pojęć: lista insiderów**

1. W jakich okolicznościach emitentowi wolno prowadzić listę insiderów?
2. Czy emitentowi wolno przekazać KNF listę insiderów jeśli nie ma formalnie opóźnionej informacji poufnej?
3. Czy spółka może/powinna prowadzić taką „drugą” listę i zawsze może ją przekazać organowi nadzoru?
4. Np. że jak ktoś jest na liście permanentnego dostępu do informacji poufnej, to ma permanentny okres zamknięty?
5. Co by się stało, gdyby ktoś z takiej listy dokonał transakcji?
6. Czy listę insiderów należy opracować *ex ante*, *ex post*, czy równoległe z publikacją raportu?
7. Jak należy się przygotować do tego, żeby móc niezwłocznie sporządzić listę insiderów?
8. Czy na liście insiderów powinni być też outsiderzy, tj. osoby spoza spółki?

## **Konsekwencje opóźnienia implementacji MAR**

1. Jakie przepisy będą miały zastosowanie w przypadku zidentyfikowania już podczas obowiązywania znowelizowanej ustawy o obrocie zdarzenia, które nastąpiło podczas okresu przejściowego, tj. po wejściu w życie MAR, ale przed zaimplementowaniem do polskiego porządku prawnego jego postanowień?
2. Czy procedura administracyjna w Urzędzie Komisji Nadzoru Finansowego zmieni się w jakikolwiek sposób w związku z wejściem w życie MAR?
3. A jeśli chodzi o inny aspekt obowiązywania MAR, to czy tak istotna kwestia jak lista insiderów ma rację bytu w spółkach?
4. Jaka powinna być prawidłowa kolejność: czy najpierw raportujemy o informacji poufnej, a potem sporządzamy odpowiednią listę insiderów czy odwrotnie?
5. Co powinna zrobić spółka, jeżeli nie posiada wszystkich danych, które są niezbędne do przygotowania listy? Jakie mogą być narzędzia w spółce ułatwiające dostęp do tych informacji?
6. Jak wygląda konieczność tworzenia listy insiderów z perspektywy podmiotów zewnętrznych? Czy wystarczy podanie nazwy firmy zewnętrznej czy trzeba uwzględnić dane osób fizycznych, które mają dostęp do informacji?
7. Jakie są ryzyka związane z wysłaniem przez spółkę raportu zawierającego błędną notyfikację akcjami emitenta?

8. Czyli podsumowując za należyłą staranność można uznać: kontakt z insiderem pierwotnym, próbę wyjaśnienia, dotarcie do insidera poprzez insidera pierwotnego. A co w sytuacji, gdy w notyfikacji występują błędy w wyliczeniach?
9. A co w sytuacji, gdy emitent chce opublikować informację, że opublikował raport, który zawiera informację, której nie mógł zweryfikować?
10. Czy KNF może zażądać wyjaśnień sprzed tygodnia, miesiąca czy roku? Przez jaki okres czasu w związku z tym trzeba przechowywać dokumentację?