



# VI Forum Cenotwórczości

Opinie spółek członkowskich zebrane podczas konferencji

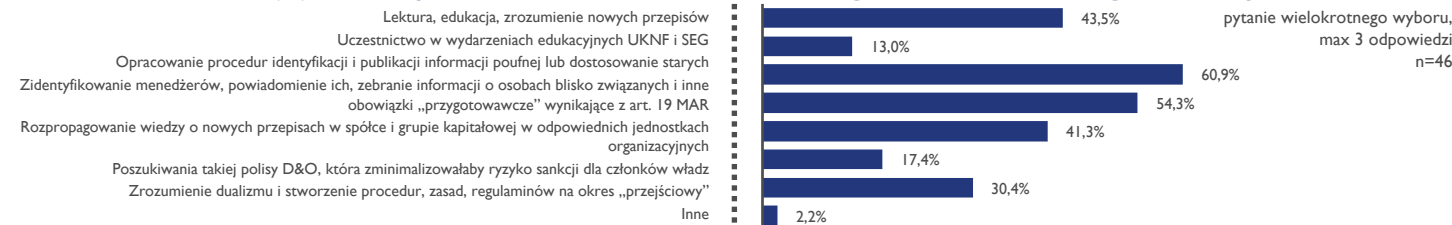
23-24 XI 2016

## V. Wyzwania dla emitentów związane z wdrażaniem MAR

MAR jest tak skomplikowaną i tak potencjalnie kosztowną dla spółek regulacją, że wymusiło to bardzo wiele działań mających na celu minimalizację ryzyk wynikających z nowych przepisów. Bardzo szeroki zakres merytoryczny tej regulacji, oddziaływanie jej na dziesiątki tysięcy osób nie interesujących się

rynkem kapitałowym oraz wiele problemów związanych z jej wdrażaniem spowodowało, iż istotnym okazało się poznanie głównych kierunków działań emitentów.

### W przygotowaniach do MAR, z perspektywy kilku miesięcy, najwięcej czasu zajęły w mojej spółce (łącznie wszystkim osobom zaangażowanym w przygotowania):



Jak łatwo było przewidzieć, najwięcej czasu zajęło respondentom opracowanie procedur związanych z identyfikacją i publikacją informacji poufnych (60,9%) oraz działania wynikające z art. 19 MAR, tj. identyfikacja menedżerów, osób powiązanych i wszelkie działania administracyjne z tym związane (54,3%). Bardzo duża grupa uczestników badania dużo czasu poświęcała na analizę nowych przepisów (43,5%) oraz

na rozprzęganie wiedzy o nowych przepisach w ramach spółki (41,3%). Szczególnie istotne wydaje się, iż w blisko 1/3 badanych spółek (30,4%) dużo wysiłków poświęcała na problemy z dualizmem prawnym opisanym powyżej, a aż 17,4% - na poszukiwanie możliwości ubezpieczenia władz.

Oczywiście przedstawione powyżej wysiłki emitentów to dopiero początek. Przed nimi jeszcze bardzo wiele działań związanych z analizą samej regulacji MAR oraz krajowych przepisów ją „implementujących”.

Stąd potrzeba określenia potrzeb poznawczych notowanych spółek, tak aby w jak najlepszy sposób dopasować do nich ofertę edukacyjną SEG.

### O czym chciałbyś więcej wiedzieć?



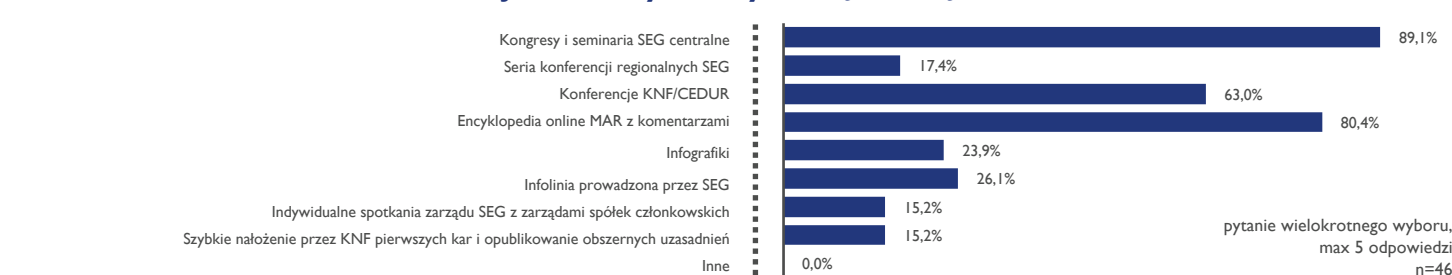
Najwyżej punktowaną odpowiedzią (82,2%) był wątek „pułapek raportowania”, który był przedmiotem „dyskusji stolikowej” przeprowadzonych na zakończenie pierwszego dnia Forum. Dyskusja ta obejmowała kwestie dotyczące ryzyk związanych z prowadzeniem list insiderów, praktycznego rozumienia „niezwłoczności”, czy też sytuacji, w których może nastąpić publikacja informacji poufnej poza systemem ESPI (szczegółowo wątki te zostały przedstawione w programie Forum). Ponad 2/3 respondentów (68,9%)

wskazało natomiast na problem zarządzania informacją poufną powstającą poza spółką, gdyż w takich sytuacjach emitent, nie będąc „gospodarzem” danej informacji może stać się ofiarą jej ujawnienia w niewłaściwym trybie i w niewłaściwym czasie nie tylko w kontekście wizerunkowym, ale także czysto finansowym.

Działania edukacyjne SEG prowadzone są w bardzo wielu formach: seminariów i kongresów zlokalizowanych centralnie, konferencji lokalnych, indywidualnych spotkań z zarządami spółek. Ponadto Stowarzyszenie opracowuje wiele materiałów edukacyjnych, w tym w formie infografik ilustrujących

najbardziej skomplikowane procesy czy problemy. Mając na względzie potrzebę maksymalnie efektywnych działań edukacyjnych SEG, zapytaliśmy przedstawicieli spółek, jaką formę przekazywania wiedzy preferują.

### Jak chciałbyś zdobywać tę wiedzę?



Respondenci wskazali, iż najbardziej preferowaną formą przekazywania wiedzy (89,1%) są kongresy i seminaria SEG organizowane centralnie. Dla porównania jedynie 17,4% wybrało opcję regionalnych konferencji, jednak wpływ na to może mieć dobór grupy badawczej (głosowanie odbyło się podczas Forum w Warszawie), gdyż spotkania regionalne cieszą się bardzo dużym zainteresowaniem. Bardzo dużo

emitentów (80,4%) życzyliby sobie powstania encyklopedii MAR on-line, w związku z czym SEG realizuje to oczekiwania. Blisko 2/3 spółek (63%) chciałoby zdobywać wiedzę poprzez udział w konferencjach KNF, o potwierdza potrzebę organizacji spotkań, w ramach których podmioty nadzorowane mogą dowiedzieć się o wymogach regulacyjnych wprost od nadzorczy.

Forum Cenotwórczości SEG to rokrocznie organizowana przez Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych dwudniowa konferencja poświęcona problemom związanym z identyfikacją i publikacją informacji poufnych. Podczas VI Forum Cenotwórczości SEG, które odbyło się w dniach 23-24 listopada 2016 r., dyskusje koncentrowały się wokół wdrażania regulacji MAR (Market Abuse Regulation) do polskiego systemu prawnego i do praktyki raportowania. Temat ten od dwóch lat był przedmiotem działalności edukacyjnej SEG, ale rozpoczęcie obowiązywania regulacji MAR z dniem 3 lipca 2016 r. uczyniło tę problematykę szczególnie aktualną i złożoną.

Poniżej przedstawione zostały najważniejsze wnioski wynikające z ostatniej edycji Forum, widziane oczami emitentów. Zawarte w niniejszej infografice wykresy są rezultatem przeprowadzonych w ramach Forum głosowań, przy czym

należy uwzględnić, iż głosowania te odbyły się w trakcie prowadzonych dyskusji i należy je rozumieć w tym kontekście. W poniższym opisie wyników staramy się ten kontekst uwzględnić, jednak należy mieć na względzie, iż z punktu widzenia osób, które nie uczestniczyły w tych dyskusjach pełne zrozumienie wyników może wymagać kontaktu z przedstawicielami SEG.

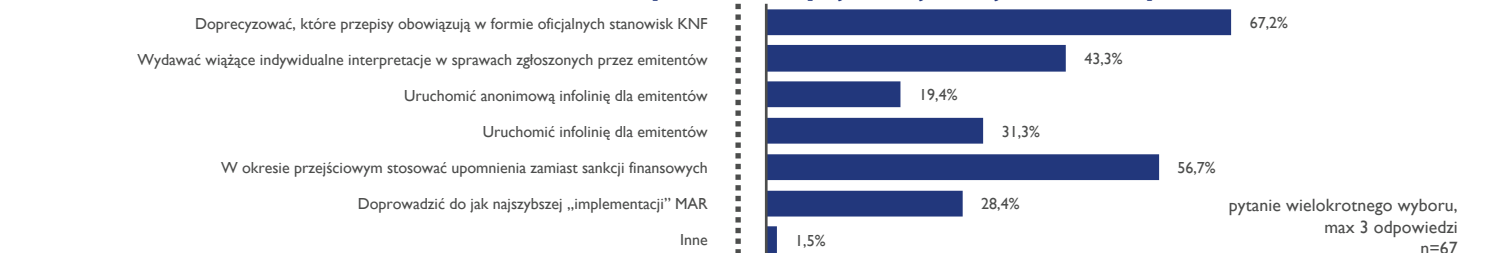
Warto także podkreślić, iż respondentami byli najlepsi z najlepszych – obecni na Forum, a zatem przedstawiciele spółek członkowskich SEG, osoby najbardziej zainteresowane dyskutowaną tematyką. Należy zatem założyć, iż poniższe wyniki głosowań są reprezentatywne jedynie dla spółek giełdowych najbardziej zaznajomionych z regulacjami rynku kapitałowego i podobne głosowania wśród całej populacji emitentów najprawdopodobniej dałyby inne efekty.

## I. Problemy z „implementacją” MAR do polskiego systemu prawnego

Regulacja MAR obowiązuje bezpośrednio (tj. bez konieczności jej implementacji do krajowego porządku prawnego) na terenie wszystkich państw UE od dnia 3 lipca 2016 r. Niestety, przed tą datą nie zostały dokonane stosowne zmiany w polskich przepisach, które wcześniej regulowały tę tematykę. W

konsekwencji spółki giełdowe zmuszone są do funkcjonowania w dualnym reżimie prawnym, co dodatkowo komplikuje i tak ekstremalnie trudne dostosowanie do nowych przepisów.

### Co KNF może zrobić, żeby dualizm był jak najmniej dokuczliwy?



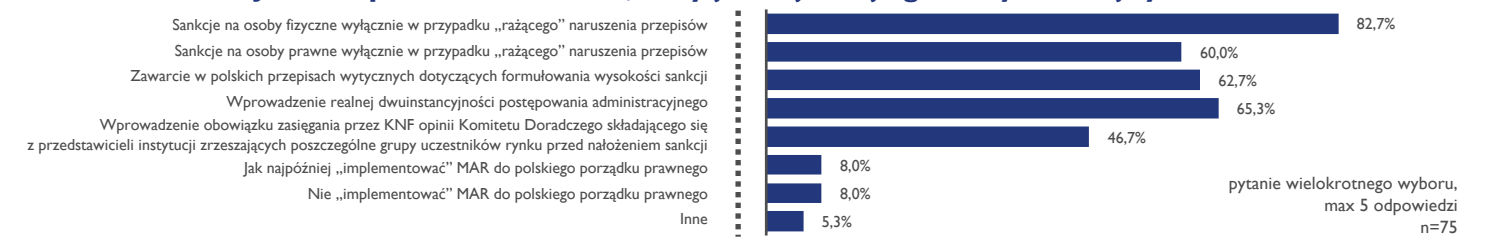
Zapytani podczas Forum emitenci wskazali, iż ograniczeniem niedogodności związanych z dualizmem prawnym byłoby doprecyzowanie (w bardziej formalny sposób niż miało to miejsce), których z obecnie obowiązujących przepisów spółka powinna przestrzegać, a ze stosowania których jest zwolniona (67,2%). Ponad połowa z nich (56,7%) wyraziła pogląd, że w okresie przejściowym, z uwagi na niejednoznaczność

sytuacji prawnej, nadzorca powinien odstąpić od nakładania sankcji. Ponadto, mając na względzie, iż wiele problemów jest natury dość szczegółowej, a przepisy są skonstruowane nad wyraz ogólnie, emitenci (43,3%) postulowali, aby KNF wydawała w zgłoszonych przez ich problemach wiążące interpretacje indywidualne.

Regulacja MAR co do zasady dotyczy przeciwdziałania nadużyciom na rynku, dlatego zawarte w niej przepisy są bardzo restrykcyjne, zawierają bardzo dużo trudnych do spełnienia wymogów, a ich niespełnienie zagrożone jest bardzo wysokimi sankcjami. Niestety, w tej samej regulacji znalazły się wymogi dotyczące funkcjonowania emitentów. O ile w przypadku największych spółek na największych

rynkach wymogi te mogą mieć jakiś sens, o tyle w przypadku spółek małych (zwłaszcza tych notowanych na NewConnect), generują relatywnie bardzo wysokie koszty, nie podnosząc przy tym bezpieczeństwa obrotu.

### Jak zaimplementować MAR, żeby jak najmniej ograniczył rozwój rynku?



W związku z powyższym zasadnym wydaje się wypracowanie takich mechanizmów, które pomimo wdrożenia MAR nie będą obniżać zysków inwestorów. Jako kluczowe w tym obszarze respondenci uznali, iż nakładanie sankcji powinno mieć miejsce w przypadku „rażącego” naruszenia przepisów (odpowiednio 82,7% i 60% w odniesieniu do kar na osoby fizyczne i prawne). Ponadto, prawie 2/3 emitentów (65,3%) postuluje wprowadzenie realnej dwuinstancyjności postępowania administracyjnego (obecnie od decyzji

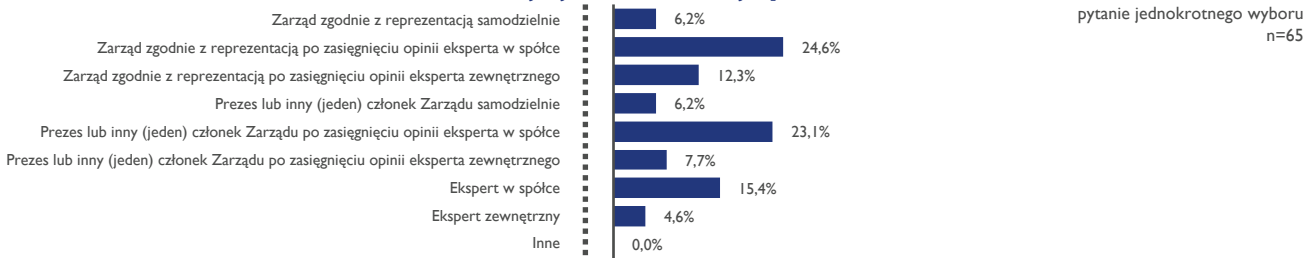
KNF można się odwołać jedynie do samej KNF, co nie daje realnej możliwości ponownego bezstronnego przeanalizowania sprawy na poziomie merytorycznym). Co więcej, mając na względzie, iż dla wielu podmiotów i osób fizycznych jedna sankcja może prowadzić do bankructwa spółki lub upadłości konsumenckiej, duża część emitentów (62,7%) postulowała, aby w przepisach rangi ustawowej znalazły się wytyczne do naliczania kar, tak aby ograniczyć poziom uznaniowości nadzorczy.

### II. Zasady i procedury identyfikacji informacji poufnych

Jednym z podstawowych, codziennych wyzwań związanych z wykonywaniem obowiązków informacyjnych jest decydowanie, co należy raportować, a czego nie trzeba. Od wejścia w życie MAR głównym kryterium wyboru jest definicja informacji poufnej określona w art. 7 Rozporządzenia. Za wykonywanie obowiązków

informacyjnych odpowiedzialny jest przede wszystkim zarząd spółki, ale same decyzje odnośnie oceny cenotwórczości poszczególnych decyzji są podejmowane w różny sposób w różnych podmiotach.

#### Kto w Twojej spółce zwyczajowo podejmuje decyzję o tym, że dana informacja jest informacją poufną?

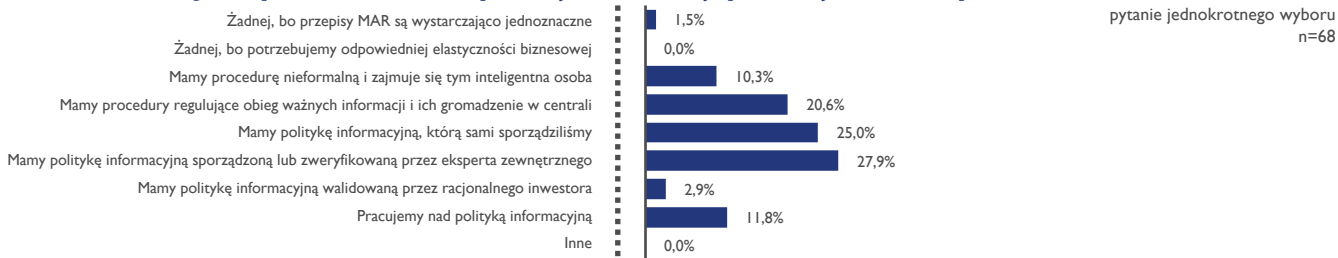


W zdecydowanej większości przypadków (80,1%) decyzja zapada na poziomie zarządu. W aż 43,1% spółek decyzję podejmuje zarząd zgodnie z reprezentacją określoną w statucie. To może powodować, że w pewnych niecierpiących zwłoki przypadkach, gdy trudno jest zebrać odpowiednią liczbę członków zarządu, może dochodzić do nieuzasadnionych opóźnień w publikacji informacji poufnej. W pozostałych 37% przypadków do podjęcia decyzji wystarczy jeden członek zarządu, a w 19,9% emitentów decyzja jest

delegowana na inny poziom (przy czym w 4,6% jest ona wręcz outsorce'owana poza spółkę!). Niemal wszystkie spółki (87,6%) korzystają ze wsparcia eksperckiego przy podejmowaniu decyzji odnośnie cenotwórczości informacji, przy czym przeważa korzystanie z zasobów wewnętrznych (63,1%), choć niemal co czwarta spółka wspiera się opiniami doradców zewnętrznych (24,6%).

Decyzja o uznaniu danej informacji za informację poufną jest końcowym etapem pewnego procesu gromadzenia i analizy danych, często ewoluacji cenotwórczości w czasie. Spółki są

#### Jaką procedurę identyfikacji informacji poufnej masz w spółce?



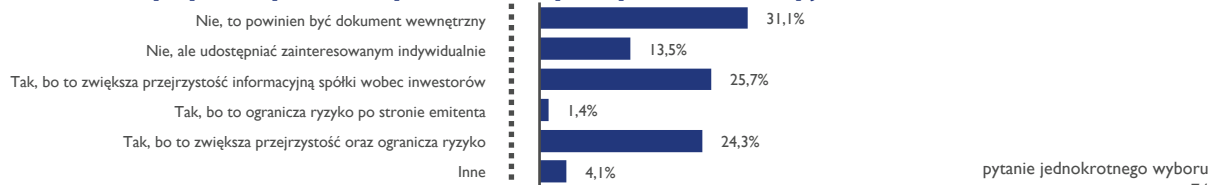
Sformalizowane procedury identyfikacji informacji poufnej są stosowane przez zdecydowaną większość spółek (76,4% spółek posiada taką procedurę, a dalsze 11,8% jest w trakcie jej tworzenia). Zaledwie jeden przedstawiciel spółki (1,5% badanej grupy) uznał, że nie ma potrzeby żadnej procedury, bo zawarta w MAR definicja jest wystarczająco jednoznaczna. Ponad 2/3 spółek ujęło procedurę identyfikacji informacji poufnej w formę polityki informacyjnej, przy czym wśród spółek, w których taka polityka obowiązuje,

na tyle skomplikowanymi organizacjami, że zwykle procesy te mogą przebiegać odpowiednio sprawnie tylko wówczas, gdy są ujęte w ramy ustalonych procedur.

przeważają te, które w pracach nad nią skorzystały z weryfikacji zewnętrznej (30,8%), 10,3% spółek deklaruje posiadanie „nieformalnej” procedury identyfikacji informacji poufnych, polegając na wiedzy eksperckiej osób, które zajmują się wykonywaniem obowiązków informacyjnej. Z pewnością oszczędza to pracy dokumentacyjno-regulacyjnej, ale może rodzić ryzyka w przypadku nieobecności eksperta lub konieczności sukcesji na jego stanowisku.

Polityka informacyjna jest dokumentem określającym, w jaki sposób spółka komunikuje się z inwestorami i wskazującą, jakie zdarzenia gospodarcze i korporacyjne najprawdopodobniej mogą stanowić informacje

#### Czy spółka powinna publikować politykę informacyjną?



Zwolennicy pełnej publikacji polityki informacyjnej przeważają nad przeciwnikami takiego rozwiązania (51,4% wobec 44,6%). Jednocześnie wśród tej drugiej grupy 13,5% stanowią zwolennicy udostępniania polityki informacyjnej osobom zainteresowanym. Aż 31,1% pytanych ekspertów uważa, że polityka informacyjna powinna być dokumentem wewnętrznym. Nie dysponujemy korelacją odpowiedzi w stosunku do poprzedniego pytania, jednak możemy przypuszczać, że w tej grupie dominują zwolennicy

poufne i podlegać raportowaniu. Wśród spółek występują różnice w podejściu do problemu ujawnienia polityki informacyjnej.

opracowania procedur identyfikacji informacji poufnych, które nie przyjmują formy polityki informacyjnej. Wśród zwolenników publikowania polityki informacyjnej dominującym motywem takiego działania jest zwiększenie przejrzystości informacyjnej spółki (50%), przy czym 25,7% uczestników konferencji uznało, że publikacja polityki przyczynia się do ograniczenia ryzyka po stronie emitenta.

### III. Opóźnianie publikacji informacji poufnych

Opóźnianie publikacji informacji poufnej jest mechanizmem, który pozwala dbać o interes gospodarczy spółki w sytuacjach, gdy przedwczesne raportowanie o przebiegającym procesie biznesowym mogłoby

#### Czy opóźniasz publikację informacji poufnych?



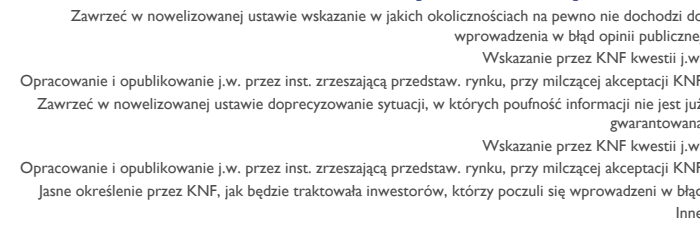
Niemal połowa (49%) respondentów nie opóźniała publikacji informacji poufnej, przy czym aż 14,5% miało taką potrzebę, ale nie potrafiło skorzystać z tego mechanizmu. Z drugiej strony 41,8% uczestników konferencji nie widzi problemów w opóźnianiu pod reżimem MAR. Niewielka grupa (5,4%) zaprzestała opóźniania publikacji po wejściu w życie MAR z uwagi na trudności z zastosowaniem samego mechanizmu

doprowadzić do jego niepowodzenia. Stosowanie tego narzędzia jest jednak obwarowane szeregiem dodatkowych warunków, których okoliczności zmieniły się wraz z wejściem w życie MAR.

lub na znacznie wyższe sankcje administracyjne, na które narażona byłaby spółka w przypadku popełnienia błędów.

Niezależnie od stosunkowo wysokiej stabilności grup, które opóźniały i nadal opóźniają publikację oraz tych, którzy nie korzystają z tego mechanizmu, istnieje szereg problemów ze spełnieniem poszczególnych

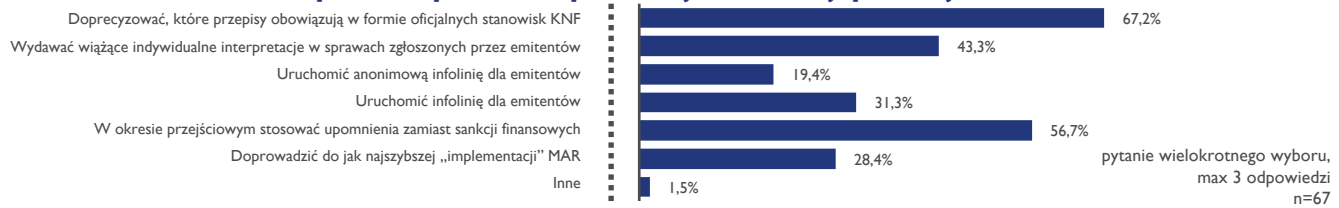
#### Co by ułatwiło opóźnianie publikacji informacji poufnej?



Niemal 2/3 respondentów oczekuje jasnego określenia okoliczności, w których na pewno nie dochodzi do wprowadzenia w błąd opinii publicznej podczas opóźnienia informacji poufnej. Jednocześnie ponad połowa uczestników konferencji oczekuje, że doprecyzowane zostaną sytuacje, w których poufność informacji nie jest już gwarantowana. W obu przypadkach zwolennicy zapisania tych rozwiązań wprost w ustawie dostosowującej polski porządek prawny do MAR (odpowiednio 64,4% i 55,9%) w niewielkim stopniu

Opóźnianie publikacji informacji poufnej jest jednym z najbardziej skomplikowanych mechanizmów w zakresie informacyjnego compliance. Konieczność spełnienia trzech różnych przesłanek i procedury dokumentacyjne wewnątrz spółki oraz w relacjach z nadzorcą powodują, że narzędzie to wymaga

#### W sprawie opóźniania publikacji informacji poufnej:

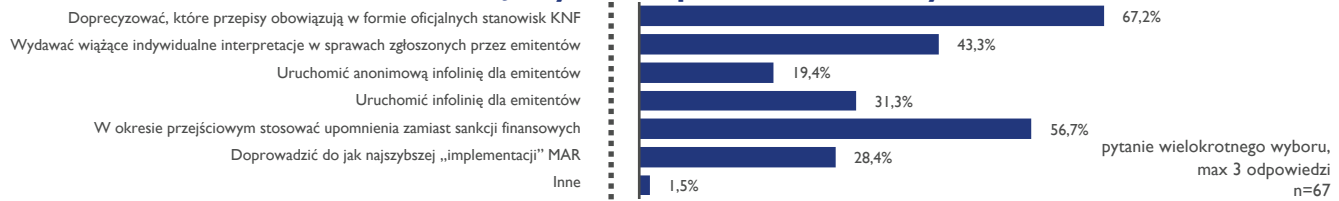


Stopień skomplikowania narzędzia, jakim jest opóźnianie informacji poufnej najlepiej oddaje wysoki, bo wynoszący 37,7% odsetek uczestników konferencji, którzy po sesji poświęconej tej tematyce nadal nie mają pełnej jasności, jak należy stosować mechanizm opóźniania. 7,5% uczestników umiało stosować opóźnienie już wcześniej. Dla wszystkich pozostałych, czyli dla ponad połowy respondentów sesja miała edukacyjną wartość dodaną. Warto jednocześnie zwrócić uwagę, że zaledwie 13,2% uczestników uznało,

### IV. Identyfikacja i transakcje menedżerów i osób blisko związanych

Jednym z najbardziej uciążliwych obowiązków wynikających z MAR jest konieczność identyfikacji tzw. „osób blisko związanych” rodzinnie i biznesowo z osobami pełniącymi obowiązki zarządcze oraz osób blisko związanych biznesowo z osobami blisko związanymi rodzinnie. Jednocześnie należy dodać, iż choć celem wprowadzenia tego obowiązku było raportowanie o transakcjach dokonywanych instrumentami finansowymi powiązanych z papierami wartościowymi emitowanymi przez emitenta, to obowiązek

#### Zaznacz, jeśli podjąłeś/-ęłaś następujące działania w spółce w związku z identyfikacją menedżerów i osób blisko związanych oraz prowadzeniem listy z art. 19 MAR



Na podstawie uzyskanych odpowiedzi można stwierdzić, iż prawie wszyscy respondenci (94,3%) udokumentowali przekazanie menedżerom informacji o nowych obowiązkach i sankcjach. Dziwić może, iż twierdzących odpowiedzi na to pytanie było więcej, niż w odniesieniu do określenia wykazu menedżerów (90,6%), ale można przyjąć, iż najprawdopodobniej część uczestników badania uznała, iż chodzi o formalne

Jak zostało wspomniane powyżej, cały ogrom pracy związany z identyfikacją menedżerów i osób powiązanych służył miał określeniu kręgu osób i podmiotów podlegających raportowaniu ewentualnych transakcji instrumentami powiązanych z emitentem. Kluczowe zatem wydaje się zbadanie, czy podjęte

#### Zaznacz, jeśli podjąłeś/-ęłaś następujące działania w spółce w związku z raportowaniem transakcji z art. 19 MAR



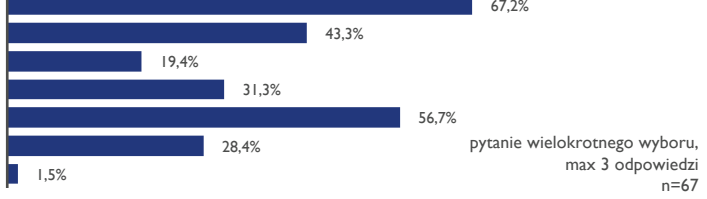
Prawie wszyscy respondenci (96,4%) wskazali, iż przekazali stosowną wiedzę osobom zobowiązanym do raportowania transakcji. Zdecydowana większość (70,9%) deklaruje opracowanie procedury dotyczącej zawiadomień o transakcjach, przy czym aż 61,8% uczestników badania wyszło poza ściśle formalny wymóg i w ramach procedury określiło możliwość kontaktu celem weryfikacji poprawności zawiadomienia.

przesłanek opóźnienia, których odpowiednie rozwiązanie ułatwiłoby stosowanie tego istotnego narzędzia.

dominują nad osobami, którym wystarczy wskazanie rozwiązań tych problemów przez organ nadzoru (odpowiednio 62,7% oraz 52,9%). Zauważalny jest też wysoki poziom obaw respondentów (67,8%) odnośnie tego, jak urząd nadzoru będzie w przyszłości traktował zgłoszenia od inwestorów, którzy poczuli się wprowadzeni w błąd opóźnieniem publikacji informacji poufnej.

doskonałego zrozumienia przed jego zastosowaniem. W trakcie konferencji SEG stara się omawiać problematykę poszczególnych aspektów obowiązków informacyjnych z udziałem ekspertów i przedstawicieli nadzoru, a także przy wykorzystaniu studiów przypadku.

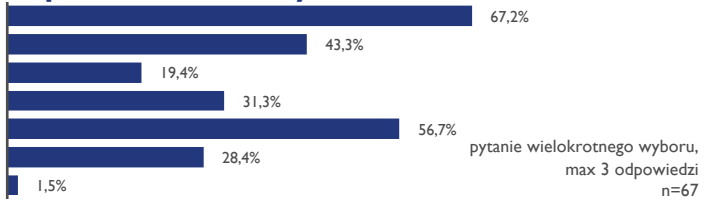
#### W sprawie opóźniania publikacji informacji poufnej:



że rozwiane zostały wszystkie ich wątpliwości. Najtrudniejszym zagadnieniem związanych z opóźnianiem publikacji informacji poufnej jest trzecia przesłanka, jaką spółka musi spełnić, czyli udowodnienie, że opóźnienie nie wprowadziło w błąd opinii publicznej – ta kwestia, mimo iż szczegółowo dyskutowana podczas sesji, wzbogaciła dostarczającą wiedzę jedynie 5,7% uczestników.

identyfikacji musi być dokonany niezależnie od tego, czy kiedykolwiek dojdzie do takiej transakcji. W związku z powyższym, kilkadziesiąt tysięcy „osób blisko związanych”, które nigdy nie dokonają takich transakcji zmuszone zostały do wypełnienia tego jałowego (z punktu widzenia bezpieczeństwa rynku) obowiązku.

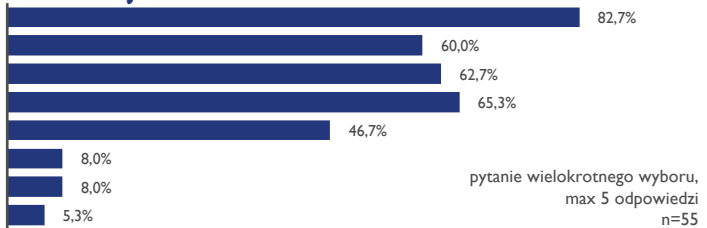
#### Zaznacz, jeśli podjąłeś/-ęłaś następujące działania w spółce w związku z identyfikacją menedżerów i osób blisko związanych oraz prowadzeniem listy z art. 19 MAR



określenie takiego wykazu. Warto podkreślić, iż ponad 2/3 przedstawicieli spółek (67,9%) deklaruje posiadanie kompletnej listy menedżerów i osób blisko związanych, a ponad połowa (52,8%) wdrożyła nawet procedury jej aktualizacji.

zostały działania mające na celu wdrożenie tych wymogów w odniesieniu do samych emitentów oraz osób zobowiązanych do raportowania.

#### Zaznacz, jeśli podjąłeś/-ęłaś następujące działania w spółce w związku z raportowaniem transakcji z art. 19 MAR



Zdecydowanie mniej spółek (36,4%) uwzględniło w swych procedurach kwestię weryfikacji tożsamości nadawcy informacji, a jeszcze mniej (12,7%) kwestię trybu postępowania w przypadku otrzymania mało wiarygodnego zawiadomienia, co może rodzić określone ryzyka w sytuacji prób celowego wprowadzenia w błąd uczestników rynku.