

L.dz. 430/2018

dr Mirosław Kachniewski

Prezes Zarządu



Warszawa, dnia 10 sierpnia 2018 r.

**Szanowny Pan**  
**Marek Chrzanowski**  
**Przewodniczący**  
**Komisja Nadzoru Finansowego**

Szanowny Panie Przewodniczący,

Mając na względzie dużą liczbę i wartość delistingów (trzeci rok z rzędu więcej spółek opuszcza giełdę niż rozpoczyna notowania), w dużej mierze motywowanych zagrożeniami natury regulacyjno-nadzorczej, SEG zwraca się z prośbą o podjęcie działań, które mogłyby powstrzymać ten negatywny trend. Z analiz przeprowadzonych przez Stowarzyszenie wynika bowiem, że możliwe byłoby osiągnięcie zmiany nastawienia emitentów do pozostawania na giełdzie nawet bez konieczności dokonywania zmian legislacyjnych.

Daleko prostsze do przeprowadzenia, a jednocześnie bardzo efektywne mogłyby być działania na poziomie samej Komisji Nadzoru Finansowego, a konkretnie wskazanie uczestnikom rynku (np. w formie oficjalnego stanowiska KNF), w jaki sposób będą interpretowane przesłanki nakładania sankcji. W szczególności zasadnym wydaje się, aby emitenci mogli uzyskać zapewnienia w następujących obszarach:

- Spółki małe nie będą obciążane relatywnie większymi sankcjami niż spółki duże;
- Zaniechania dotyczące prowadzenia list osób blisko związanych nie będą zagrożone istotnymi sankcjami, o ile osoby te np. nie dokonywały transakcji instrumentami finansowymi powiązanymi z emitentem;
- Członkowie zarządów nie będą zagrożeni sankcjami administracyjnymi przewyższającymi ich roczne zarobki.

Szczegóły dotyczące tych problemów oraz możliwości ich rozwiązań zaprezentowane zostały w załącznikach.

Z poważaniem,

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'M. Kachniewski'.

[www.seg.org.pl](http://www.seg.org.pl)

Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych

ul. Nowy Świat 35 lok. 5A, 00-029 Warszawa; tel. (22) 826 26 89; faks (22) 892 90 91; e-mail [biuro@seg.org.pl](mailto:biuro@seg.org.pl)

NIP 525 15 64 435; REGON 630189656; KRS nr 0000023912, SĄD REJONOWY dla m.st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego

## Załącznik nr 1

Spółki małe nie będą obciążane relatywnie większymi sankcjami niż spółki duże

### Opis problemu

Przepisy regulujące sankcje w ramach dyrektywy Transparency (art. 28b ust. 1 lit c, (i)) oraz rozporządzenia MAR (art. 30 ust. 2 lit. j (i-iii)) przewidują dwojakiego rodzaju ograniczenie sankcji maksymalnej (kwotowe oraz procentowe odnoszące się do wielkości obrotów) przy czym obowiązuje ta wyższa wartość. W związku z powyższym, o ile w przypadku podmiotów dużych maksymalna wysokość sankcji jest ograniczona określonym progiem przychodów, o tyle w przypadku spółek małych jest ona ograniczona kwotowo, przy czym kwota ta często jest wyższa, niż wartość kapitalizacji tych spółek.

Przykładowo sankcja za naruszenie przepisów art. 17 MAR dot. identyfikacji i publikacji informacji poufnych przewiduje możliwość nałożenia kary finansowej do kwoty 2 500 000 EUR lub 2% rocznych obrotów. Jednocześnie należy podkreślić, iż kwota pojedynczej sankcji maksymalnej jest większa od wartości kapitalizacji dla aż 285 spółek podlegających tej regulacji (w tym 238 z rynku NewConnect), co stanowi ponad 34% wszystkich notowanych spółek.

### Propozycja rozwiązania

Biorąc zatem pod uwagę, iż art. 31 ust. 1 MAR nakazuje przy nakładaniu sankcji brać pod uwagę wszelkie istotne okoliczności m.in. „sytuację finansową osoby odpowiedzialnej za naruszenie, której wyznacznikiem jest na przykład wysokość całkowitych obrotów osoby prawnej” zasadnym wydaje się opublikowanie oficjalnego stanowiska KNF stwierdzającego, iż małe spółki nie będą obciążane relatywnie większymi sankcjami niż spółki duże, a konkretnie wskazującego, że przesłanka analizy sytuacji finansowej emitenta rozumiana będzie w ten sposób, iż sankcja nie będzie wyższa od określonej wartości procentowej od obrotu.

### Możliwe brzmienie stanowiska KNF

Stosowne stanowisko KNF mogłoby obejmować następujące treści:

Biorąc pod uwagę, iż regulacja MAR przewiduje w art. 30 ust. 2 lit. j (ii) dwojakiego rodzaju ograniczenie wysokości sankcji maksymalnej oraz uwzględniając przepisy art. 31 ust. 1 MAR określającego przesłanki uwzględniane przy wymiarze sankcji, Komisja Nadzoru Finansowego niniejszym deklaruje, że przesłanka uwzględniania sytuacji finansowej emitenta rozumiana będzie w ten sposób, iż maksymalna wysokość kary finansowej nie może być wyższa od wskazanej w MAR procentowej relacji do rocznych obrotów emitenta.

## Załącznik nr 2

Zaniechania dotyczące prowadzenia list osób blisko związanych nie będą zagrożone sankcjami, o ile osoby te nie dokonywały transakcji instrumentami finansowymi powiązanymi z emitentem

### Opis problemu

Art. 19 ust. 5 MAR przewiduje konieczność prowadzenia list osób blisko związanych (OBZ) z osobami pełniącymi obowiązki zarządcze (OPOZ). Definicja OBZ jest bardzo skomplikowana – przewiduje 3 rodzaje powiązań rodzinnych i 4 rodzaje powiązań biznesowych, czyniąc sporządzenie i aktualizację listy OBZ bardzo skomplikowaną czynnością, wymagającą wiele zaangażowania ze strony spółki i przekazywania wielu danych (w tym również o charakterze bardzo osobistym) przez menedżerów emitentów (szczegóły przedstawione zostały w załączonych infografikach). Warto dodać, że nawet interpretacje owych definicji dokonywane przez sam UKNF podlegają ewolucji w czasie, co wpływa na zakres podmiotów podlegających kwalifikacji pod te kategorie. Listy OBZ muszą być przy tym prowadzone niezależnie od tego, czy którakolwiek z tych osób kiedykolwiek dokona jakiegokolwiek transakcji instrumentami finansowymi powiązanymi z papierami wartościowymi emitenta, a dodatkowo dotyczą tak nietypowych sytuacji, jak konieczność ujmowania na listach nowonarodzonych dzieci, lub niedołączonych osób w wieku starszym oraz pouczenia ich o obowiązkach wynikających z MAR. Jednocześnie jakiegokolwiek naruszenie tych przepisów skutkować może nałożeniem na którąkolwiek z osób powiązanych bardzo wysokiej kary pieniężnej – 500 000 EUR w przypadku osoby fizycznej (art. art. 30 ust. 2 lit. i (iii) MAR) i 1 000 000 EUR w przypadku osoby prawnej (art. art. 30 ust. 2 lit. j (iii)MAR).

Warto nadmienić, iż KNF w zdecydowanej większości nie wykorzystuje tych danych w swych działaniach nadzorczych, gdyż mogą one być przydatne wyłącznie w sytuacji, kiedy dana osoba dokonała transakcji instrumentami finansowymi powiązanymi z papierami wartościowymi emitenta.

### Propozycja rozwiązania

Mając na względzie powyższe, zasadnym wydaje się jednoznaczne wskazanie, iż ewentualne sankcje za naruszenie wymogów określonych w art. 30 ust. 2 lit. i (iii) oraz art. 30 ust. 2 lit. j (iiii) MAR byłyby nakładane wyłącznie w sytuacji, kiedy ewentualne zaniechania po stronie OBZ miałyby jakiegokolwiek znaczenie dla nadzoru nad bezpieczeństwem obrotu, tj. wówczas, kiedy dochodzi do transakcji instrumentami finansowymi powiązanymi z papierami wartościowymi emitenta. Oznaczałoby to, iż KNF w swych działaniach nadzorczych interpretuje przesłankę „waga naruszenia i czas jego trwania” określoną w art. art. 31 ust. 1 lit a) MAR oraz „skala korzyści uzyskanych lub strat unikniętych przez osobę odpowiedzialną za naruszenie, o ile można ją ustalić” określoną w art. 31 ust. 1 lit d) MAR w ten sposób, iż brak transakcji instrumentami finansowymi powiązanymi z papierami wartościowymi emitenta oznacza jednocześnie nieistotną wagę naruszenia oraz brak uzyskanych korzyści lub unikniętych strat, co oznacza, iż w takich sytuacjach brak jest podstaw do nakładania sankcji.

### Możliwe brzmienie stanowiska KNF

Stosowne stanowisko KNF mogłoby obejmować następujące treści:

Biorąc pod uwagę, iż wymóg sporządzania listy osób blisko związanych z osobami pełniącymi obowiązki zarządcze określony w art. 19 ust. 5 MAR ma na celu konieczność zapewnienia uczestnikom rynku informacji o transakcjach dokonywanych przez te osoby, Komisja Nadzoru Finansowego niniejszym deklaruje, że przesłanki „waga naruszenia i czas jego trwania” określona w art. art. 31 ust. 1 lit a) MAR oraz „skala korzyści uzyskanych lub strat unikniętych przez osobę odpowiedzialną za naruszenie, o ile można ją ustalić” określona w art. 31 ust. 1 lit d) MAR rozumiane będą w ten sposób, iż ewentualne

niedociągnięcia dotyczące terminowości i kompletności listy osób blisko związanych, które nie dokonują transakcji instrumentami finansowymi powiązanymi z papierami wartościowymi emitenta, uznane byłyby za nieistotne z punktu widzenia bezpieczeństwa obrotu oraz nie wiązałyby się z przyniesieniem korzyści lub uniknięcia strat, w związku z czym nie byłyby zagrożone sankcjami wynikającymi z art. 19 ust. 5 MAR.

### **Załącznik nr 3**

Członkowie zarządów nie będą zagrożeni sankcjami administracyjnymi przewyższającymi ich roczne zarobki

#### **Opis problemu**

Przepisy regulujące sankcje w ramach rozporządzenia MAR (art. 30) przewidują bardzo wysokie sankcje maksymalne dla członków zarządów za naruszenia przepisów tej regulacji. Przykładowo sankcja za naruszenie art. 16 i 17 MAR (tj. np., za błędy związane z identyfikacją i publikacją informacji poufnej) zdefiniowana w art. art. 31 ust 2 lit. i (ii) przewiduje możliwość nałożenia kary finansowej do kwoty 1 000 000 EUR. Jednocześnie należy podkreślić, iż kwota pojedynczej sankcji maksymalnej jest tak wysoka, że w wielu przypadkach nie jest możliwa do zarobienia przez daną osobę przez cały okres życia zawodowego. Co więcej, w przypadku 159 (w tym 137 z rynku NewConnect) emitentów podlegających tej regulacji jest ona wyższa nawet od wartości kapitalizacji całej spółki, a przecież wynagrodzenie członków zarządu jest drobnym ułamkiem tej wartości. Warto przypomnieć, że u genezy wprowadzenia tych przepisów leżała intencja objęcia nimi również bardziej rozwiniętych rynków kapitałowych w krajach o znacznie wyższej stopie życiowej i realiach finansowych, w związku z czym progi maksymalne kar finansowych są dla zdecydowanej większości polskiego rynku kapitałowego wręcz absurdalnie wysokie, przez co kary tracą swój walor prewencyjny i stają się wyłącznie czynnikiem ryzyka, który pozostaje poza kontrolą i możliwością zarządzania nim.

#### **Propozycja rozwiązania**

Wysokość sankcji maksymalnej, na jaką narażeni są członkowie zarządów emitentów powoduje wiele zjawisk niekorzystnych dla inwestorów. Najlepsi menedżerowie wolą pracować w spółkach nienotowanych, a z kolei w spółkach notowanych menedżerowie dążą do ograniczenia ryzyka regulacyjno-nadzorczego poprzez tworzenie rozbudowanych i kosztownych procedur, poprzez minimalizację ryzyka biznesowego (oznaczającego jednocześnie minimalizację zysków inwestorów), czy wręcz poprzez dążenie do delistingu. Ograniczenie wysokości sankcji do np. rocznych zarobków dawałoby komfort nadzorcy (jest to przecież bardzo dotkliwa kara), z drugiej zaś powodowałoby, iż menedżerowie spółek publicznych nie podejmowałiby decyzji biznesowych w środowisku obaw, że błędna decyzja oznaczać może konieczność ogłoszenia upadłości konsumenckiej. Propozycja rozwiązania

#### **Możliwe brzmienie stanowiska KNF**

Stosowne stanowisko KNF mogłoby obejmować następujące treści:

Biorąc pod uwagę, iż regulacja MAR przewiduje w art. 31 ust. 1 przesłanki uwzględniane przy wymiarze wysokości sankcji, Komisja Nadzoru Finansowego niniejszym oświadcza, że jest świadoma, iż stosowanie maksymalnego wymiaru kar, bądź wymiaru kar z górnego pułapu widełek adresowane jest przez przepisy MAR do krajów wysokorozwiniętych oraz deklaruje, że przesłanka uwzględniania sytuacji finansowej osoby fizycznej jako członka zarządu rozumiana będzie w ten sposób, iż co do zasady maksymalna wysokość kary finansowej nie może być wyższa od rocznych zarobków danego menedżera w danej spółce.