

L.dz. 87/2019
dr Mirosław Kachniewski
Prezes Zarządu



Warszawa, dnia 20 marca 2019r.

Szanowny Pan
Piotr Nowak
Podsekretarz Stanu
Ministerstwo Finansów

Szanowny Panie Ministrze,

W nawiązaniu do pisma z dnia 28 lutego 2019r. uprzejmie informuję, iż Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych podziela potrzebę realizacji celów wskazanych w SRRK. Należy jednak podkreślić, iż wymaga to podjęcia także działań zaproponowanych w pierwotnej wersji Strategii, która została zaprezentowana w dniu 27 lipca 2018 roku. Rosnące wymogi regulacyjno-nadzorcze w ramach UE spowodują bowiem, że przetrwają jedynie największe rynki mogące konkurować dzięki generowaniu korzyści skali, a zatem wykraczające swym działaniem poza granice danego państwa.

Jedyną szansą na zapewnienie długofalowego rozwoju polskiego rynku kapitałowego jest więc powstanie ponadnarodowego centrum finansowania małych i średnich przedsiębiorstw. Postuluję w związku z tym przywrócenie tych elementów pierwotnej wersji strategii, które zmierzały do realizacji tego celu, w szczególności w obszarze regulacji i nadzoru.

Do kluczowych zmian, jakich wymaga polski rynek kapitałowy i które należałoby zawrzeć w Strategii zaliczyć należy:

1. Zapewnienie konkurencyjnego otoczenia regulacyjnego
2. Stworzenie przejrzystej bazy interpretacji tych regulacji
3. Szybkie, tanie i efektywne rozpatrywanie wniosków
4. Szybkie wskazywanie naruszeń prawa
5. Konsultowanie z uczestnikami rynku decyzji nadzorczy w procesie ponownego rozpatrzenia sprawy
6. Ułatwienie dochodzenia roszczeń przez inwestorów

Bardziej szczegółowo kwestie te zostały przedstawione w załączeniu. Ze względu na ogrom zagadnienia niektóre opinie zostały ujęte w sposób skrócony. Jestem do dyspozycji w kwestii omówienia ich szczegółowo podczas spotkania.

Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych jest gotowe aktywnie uczestniczyć w procesie tworzenia i wdrażania nowej strategii. Badając regularnie opinie i nastroje polskich emitentów widzimy ogromną potrzebę gruntownych zmian, które z jednej strony pozwoliłyby powrócić polskiemu rynkowi kapitałowemu na ścieżkę wzrostu/ rozwoju, a równocześnie byłyby zachętą dla obecnych emitentów do pozostania wśród grona spółek giełdowych.

Z poważaniem,

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

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: Szczegółowe uwagi SEG do projektu SRRK z dnia 28 lutego 2019r.

1. Popieramy zaproponowane na str. 9 działania zmierzające do poprawy efektywności procedur administracyjnych i do ułatwienia pozyskiwania kapitału. Konieczne jednak wydaje się uzupełnienie tych postulatów o propozycje zawarte w poprzedniej wersji SRRK (tj. tej zaprezentowanej w dniu 27.07.2018), a konkretnie dodanie postulatów zawartych:
 - a. Na slajdzie 12 – „Wizja SRRK – Efektywność”:
 - i. Bardziej efektywne procedury administracyjne.
 - ii. Miernik celu: lepsze, szybsze, transparentne oraz efektywne pod względem kosztowym procedury (np. krótsze procesy dla zatwierdzania prospektów emisyjnych, zniesienie ograniczeń prawnych dotyczących automatyzacji, przejrzystość i spójność decyzji, wielojęzyczna regulacja).
 - b. Na slajdzie 17 – „SRRK dla Polski – przepis na osiągnięcie pozytywnych efektów sieci”:
 - i. A CMDS that lowers the cost of capital, maximises liquidity at the lowest cost per transaction, and is multi-dimensional
 - ii. Consistent barrier free, globally attractive, English language based pro-digital business laws, regulations & tax incentives
 - iii. Eliminate the huge list of barriers quickly, attract innovative domestic & international stakeholders, slash costs
 - iv. Government led trust building with legal and operational certainty, leading to behavioural change of stakeholders
 - c. Na slajdzie 19 – „Polskie rynki kapitałowe w 2030 r. – międzynarodowe centrum”. The CMDS must plan now to compete at a European level targeting EU markets which represents 22% of Global GDP and becoming a centre of excellence in some aspects of the market. Relying on 1% of global GDP will always leave the burden for financial market development with Government debt especially after Aid is reduced in 2020.
2. W kontekście konieczności podnoszenia efektywności pośredników (str. 21, cel 3) jednym z możliwych rozwiązań jest zdjęcie z ich barków kosztów działalności brokerskiej poprzez przeniesienie tej działalności do centralnej instytucji brokerskiej utworzonej przez IDM i/lub GPW.
3. Wskazana na str. 24 bariera regulacyjna dotycząca ochrony praw uczestników rynku (nr 17, bullet 4) w opinii Stowarzyszenia w rzeczywistości nie istnieje – problemem nie jest brak regulacji, ale brak efektywnego egzekwowania istniejących regulacji.
 - a. Nie ma uzasadnienia dla tworzenia specjalnych zasad ładu korporacyjnego dla spółek z udziałem Skarbu Państwa (str. 30, działanie 3). Całkowicie wystarczające byłoby przestrzeganie przez te spółki obecnie obowiązujących wymogów. Sposoby osiągnięcia tego celu przedstawione zostały na slajdach poprzedniej wersji SRRK;
 - b. Slajd 32 „Bariera nr 3: Niski poziom oszczędności, zwłaszcza w sektorze detalicznym”: RZĄD MUSI PRZEPROWADZIĆ NIEZALEŻNĄ ANALIZĘ WSZYSTKICH SPÓŁEK (ZWŁASZCZA SPÓŁEK SKARBU PAŃSTWA) W CELU USTALENIA, DLACZEGO WYNIKI WIG20 SĄ GORSZE NIŻ WYNIKI MWIG40, PATRZĄC NA POSZCZEGÓLNE PAPIERY WARTOŚCIOWE;
 - c. Slajd 43 - 44 „Bariera nr 5: Niedostateczne przestrzeganie zasad ładu korporacyjnego i wymagań w zakresie zarządzania finansami przez spółki Skarbu Państwa notowane na giełdzie”:
 - Relatywnie gorsze wyniki kapitalizacji rynkowej spółek Skarbu Państwa w porównaniu z ich odpowiednikami notowanymi na innych europejskich giełdach. Średni mnożnik P/E dla polskich spółek Skarbu Państwa w porównaniu z ich europejskimi odpowiednikami na dzień 31 grudnia 2017 r. był o 26% niższy.

Jeżeli spółki Skarbu Państwa osiągałyby wyniki na takim samym poziomie jak ich europejskie odpowiedniki, wartość akcji należących do Skarbu Państwa wyniosłaby 159 mld PLN, tj. dałaby potencjalny wzrost wartości w kwocie 42 mld PLN.

- Dobry poziom dochodów i wpływów z podatków, ale wycena rynkowa znacznie niższa niż w przypadku odpowiedników. Taka niekonkurencyjna pozycja wynika m.in. z:

- i. braku zasad efektywnego zarządzania finansami w odniesieniu do akcji należących do Skarbu Państwa, monitorowania wartości lub strategii wzrostu
- ii. brak powiązania celów pomiędzy akcjonariuszami większościowymi (Skarb Państwa) i prawami akcjonariuszy mniejszościowych, którzy nabyli akcje w celach inwestycyjnych i w związku z powyższym oczekują realnych zwrotów
- iii. brak zasad dotyczących egzekwowania postępowania zgodnie z nowoczesnymi standardami ładu korporacyjnego
- iv. brak celów dotyczących maksymalizacji wartości akcji ustalanych w oparciu o wskaźniki efektywności (KPI), które mobilizowałyby zarządy do podejmowania decyzji mających za zadanie maksymalizację wartości akcji w długim okresie
- v. nietypowy poziom ingerencji w bieżącą działalność spółek należących do Skarbu Państwa;

- d. Slajd 45-46 „Potencjalne rozwiązanie dla Bariery nr 5: Niedostateczne przestrzeganie zasad ładu korporacyjnego i wymagań w zakresie zarządzania finansami przez spółki Skarbu Państwa notowane na giełdzie -wyznaczenie rządowego celu dla odzyskania 42 mld PLN” :

- I. Zaleca się, aby Rząd wprowadził nowe, wykonalne polityki strategiczne w celu odzyskania wartości utraconej przez spółki Skarbu Państwa oraz podniesienia znaczenia rynków kapitałowych.

- i. Zapewnienie konsolidacji zarządzania inwestycyjnego spółkami Skarbu Państwa w celu:

- zestrojenia interesów Skarbu Państwa z prawami akcjonariuszy mniejszościowych
- wdrożenia międzynarodowych standardów ładu korporacyjnego
- zmaksymalizowania długoterminowej wartości akcji poprzez wykorzystanie określonych celów opartych na KPI obejmujących ceny akcji spółek Skarbu Państwa
- powstrzymania ingerencji Rządu w bieżącą działalność spółek Skarbu Państwa Jeżeli nie będzie możliwe stworzenie funduszu, możliwe jest prowadzenie analizy finansowej i wyznaczanie KPI w centralnym think tanku w ramach Kancelarii Prezesa Rady Ministrów

- ii. wdrożenie kodeksu postępowania dla przedstawicieli administracji rządowej względem spółek Skarbu Państwa i publicznych rynków kapitałowych
- iii. zatrudnienie OECD w celu prowadzenia corocznych audytów dotyczących aktualnych standardów ładu korporacyjnego stosowanych w Polsce
- iv. unikanie wywoływania niepewności w odniesieniu do zarządzania spółkami Skarbu Państwa i zatrudnianie na stanowiskach zarządczych osób z odpowiednimi kwalifikacjami i reputacją
- v. ogólne promowanie polityk, które budują zaufanie (więcej na następnym slajdzie).

- II. Pilna potrzeba stworzenia polityki rządowej zmierzającej do zbudowania i utrzymania ZAUFANIA poprzez:

- i. edukację finansową polityków zaangażowanych w ład korporacyjny (aby uniknąć porównań GPW do kasyna);
 - ii. przewidywalne Walne Zgromadzenia Akcjonariuszy z decyzjami mającymi na celu maksymalizację majątku wszystkich akcjonariuszy, w tym zatrzymywanie we władzach spółek osób z odpowiednimi kwalifikacjami i reputacją;
 - iii. szybkie i widoczne działania wobec członków władz spółek dopuszczających się naruszeń, w tym kontrola nad prognozami i płatnościami;
 - iv. silny nacisk na zapewnienie stabilności systemu, powstrzymanie zjawiska częstych zmian.
4. Do działań związanych ze stymulowaniem oszczędności (str. 30-31) należy dodać uzależnienie prowizji pośrednika od zysków inwestora w długim okresie. Taki odroczony bonus funkcjonowałby podobnie jak w przypadku motywowania zarządów instytucji finansowych do podejmowania decyzji korzystnych dla interesariuszy w długim okresie.
5. Projekt SRRK wymaga istotnego uzupełnienia w obszarze funkcjonowania nadzoru (str. 34-38). Brakuje tam następujących działań, które istotnie przyczyniłyby się do ochrony inwestorów i do ograniczenia ponoszonych przez nich kosztów:
 - a. Stworzenie bazy interpretacji regulacji, tak aby wszyscy uczestnicy rynku mieli większy komfort funkcjonowania w coraz bardziej skomplikowanym otoczeniu regulacyjnym (częściowo zostało to uwzględnione na str. 36, bullet 1, ale wymaga rozszerzenia);
 - b. Natychmiastowa reakcja nadzorca na łamanie przepisów prawa, tak aby podnieść bezpieczeństwo inwestorów i osiągnąć efekt prewencji ogólnej, przy czym ważny jest nie tyle wymiar kary (wystarczające może być samo stwierdzenie naruszenia), co jej pilność;
 - c. W przypadku odwołania od decyzji KNF nadzorca powinien być zobowiązany do konsultowania ponownej decyzji z instytucjami skupiającymi poszczególne grupy uczestników rynku, tak aby zapewnić odpowiedni balans pomiędzy nadzorem a rozwojem rynku;
 - d. Nadzór powinien wspierać inwestorów w dochodzeniu roszczeń przed sądami cywilnymi – decyzja o stwierdzeniu naruszenia powinna być przyczynkiem do uzyskania realnego (a nie tylko moralnego) zadośćuczynienia;
 - e. Nadzór powinien być nadzorowany przez instytucje skupiające poszczególne grupy uczestników rynku w zakresie polityki rozwoju rynku oraz polityki nadzorczej. Brak realnej odpowiedzialności i merytorycznego nadzoru może spowodować, że nadzorca będzie nie tyle niezależny, co nieodpowiedzialny.
6. Do działań dotyczących usprawnienia procesu legislacyjnego należy dodać postulaty zawarte w poprzedniej wersji SRRK oraz wprowadzić wymóg analizy skutków regulacji ex post, w szczególności względem oceny skutków regulacji ex ante, tak aby ulepszać metodologię Oceny Skutków Regulacji. Powinny zatem zostać przywrócone propozycje zawarte na slajdzie 87 „Potencjalne rozwiązanie dla Bariery nr 16: Wprowadzanie nieproporcjonalnych i dodatkowych obostrzeń w zakresie regulacji prawnych w stosunku do prawa UE, tworzących bariery dla konkurencyjnych i efektywnych operacji rynkowych” obejmujące bardziej kategoryczne i konkretne propozycje dotyczące przeglądu regulacji, a w szczególności:
 - I. Przegląd regulacji:
 - a. Zidentyfikowanie konkretnych luk, dodatkowych obostrzeń i barier dotyczących proporcjonalności oraz sposobów rozwiązania tych problemów;

- b. Cel: usunięcie wszystkich niepotrzebnych dodatkowych obostrzeń w stosunku do prawa UE lub barier dotyczących proporcjonalności, które nie mają uzasadnienia;
 - c. Należy przeprowadzić analizę kosztów i korzyści;
 - d. Ministerstwo Finansów - arbiter przeglądu.
 - II. Przyjęcie terminu 6 miesięcy na usunięcie istotnych barier. Celem powinno być „wyczyszczenie” ram prawnych i regulacyjnych w okresie 2 lat oraz na slajdzie 92 „Potencjalne rozwiązanie dla Bariery nr 17: Luki w ramach prawnych i regulacyjnych -Nie w pełni efektywny proces konsultacji w ramach procesu legislacyjnego” obejmujące bardziej szczegółowe propozycje oceny wpływu na rynek, w tym:
 - a. We wszystkich przypadkach powinna zostać podjęta transparentna ocena wpływu proponowanych rozwiązań na rynki kapitałowe w celu „crowd sourcingu” analizy potencjalnych skutków. Niezbędna jest ogólna zasada dotycząca nietworzenia dodatkowych obciążeń
 - b. Można rozważyć przeprowadzania cyklicznych przeglądów istniejącej legislacji z perspektywy rynku kapitałowego.
7. Wskazany na str. 40 postulat wyposażenia GPW w uprawnienia dotyczące egzekwowania zasad ładu korporacyjnego względem spółek z udziałem Skarbu Państwa nie przyniesie pożądanego rezultatu przy obecnej strukturze własnościowej GPW, tj. w sytuacji gdy Skarb Państwa jest akcjonariuszem podmiotu mającego nadzorować Skarb Państwa. Bardziej skuteczne metody podniesienia jakości ładu korporacyjnego zawarte zostały na slajdach 32, 43, 44, 45 oraz 46 poprzedniej wersji SRRK (patrz także: uwaga nr 3).
 8. Najlepszym rozwiązaniem kwestii missellingu (str. 41) wydaje się uzależnienie wynagrodzenia pośrednika od zysku inwestora w długim okresie, przy czym oczywiście wynagrodzenie to musiałoby być odroczone i wypłacane po określonym czasie (patrz także: uwaga nr 4).
 9. Wprowadzenie dodatkowego obowiązku raportowania stabilności finansowej (str. 41) nie jest konieczne – przepisy MAR są wystarczająco wymagające w tym zakresie.
 10. Do działań mających na celu ochronę inwestorów niezbędne wydaje się dodanie następujących kwestii (patrz także: uwaga nr 5):
 - a. Natychmiastowa reakcja nadzorcy na łamanie przepisów prawa, tak aby podnieść bezpieczeństwo inwestorów i osiągnąć efekt prewencji ogólnej, przy czym ważny jest nie tyle wymiar kary (wystarczające może być samo stwierdzenie naruszenia), co jej pilność;
 - b. W przypadku odwołania od decyzji KNF nadzorca powinien być zobowiązany do konsultowania ponownej decyzji z instytucjami skupiającymi inwestorów, tak aby zapewnić odpowiedni balans pomiędzy nadzorem a rozwojem rynku;
 - c. Nadzór powinien wspierać inwestorów w dochodzeniu roszczeń przed sądami cywilnymi – decyzja o stwierdzeniu naruszenia powinna być przyczynkiem do uzyskania realnego (a nie tylko moralnego) zadośćuczynienia;
 - d. Nadzór powinien być nadzorowany przez instytucje skupiające inwestorów w zakresie polityki rozwoju rynku oraz polityki nadzorczej. Brak realnej odpowiedzialności i merytorycznego nadzoru może spowodować, że nadzorca będzie nie tyle niezależny, co nieodpowiedzialny.