

Uwagi PAR S.A. do projektu Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego

Głównym celem Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego jest poprawa dostępu do finansowania dla polskich przedsiębiorstw, poprzez obniżenie przeciętnego kosztu pozyskania kapitału w gospodarce krajowej. Biorąc to pod uwagę Strategia powinna doprowadzić do wyeliminowania rozwiązań, które ograniczają emitentom dostęp do rynku i zwiększając ryzyko ponoszone przez inwestorów podnoszą żądane przez nich marże. Dla rynku obligacji takimi rozwiązaniami są m.in. niektóre zmiany wprowadzone Ustawą z dnia 9 listopada 2018 r. o zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru nad rynkiem finansowym oraz ochrony inwestorów na tym rynku („Ustawa”). Dotyczy to przede wszystkim poniższych regulacji:

Agent emisji jako obligatoryjny element emisji niepublicznej

Do obowiązków agenta emisji należy (a) weryfikacja spełniania przez emitenta wymogów dotyczących emisji obligacji, (b) weryfikacja zgodności działań emitenta z wymogami dotyczącymi oferowania papierów wartościowych, wynikającymi z przepisów prawa, (c) weryfikacja spełniania przez obligacje oraz ich emitenta regulaminowych warunków rejestracji w depozycie papierów wartościowych oraz tego, czy zasady obsługi realizacji zobowiązań emitenta zapewniają możliwość prawidłowego wykonania wynikających z obligacji zobowiązań, (d) utworzenie ewidencji osób uprawnionych z obligacji, (e) pośredniczenie w zawieraniu przez emitenta umowy o rejestrację obligacji w depozycie papierów wartościowych, w tym udzielanie emitentowi niezbędnej pomocy w zakresie ustalenia i przygotowania dokumentacji niezbędnej do zawarcia tej umowy. Należy nadmienić, iż umowa o wykonywanie funkcji agenta emisji nie może wyłączyć ani ograniczyć powyższych obowiązków agenta emisji. Zgodnie z wymogiem ustawowym agent emisji jest obowiązany wykonywać swoje obowiązki w sposób rzetelny i niezależny, z zachowaniem należytej staranności wynikającej z profesjonalnego charakteru prowadzonej przez niego działalności. Warto zwrócić uwagę, że agent emisji odpowiada za szkody spowodowane niewykonaniem lub nienależytym wykonaniem obowiązków. W świetle przepisów Ustawy odpowiedzialność ta nie jest ograniczona co do wysokości.

Takie określenie odpowiedzialności agenta emisji nie pozwala na skwantyfikowanie ryzyk związanych z tą funkcją i banki oraz domy maklerskie sygnalizują znaczne podniesienie opłat za usługi, a nawet wycofanie się z ich świadczenia. **Konieczne zatem jest doprecyzowanie katalogu obowiązków i zakresu odpowiedzialności agenta emisji, szczególnie po emisji, do momentu zapadalności obligacji.**

Zakaz obrotu obligacjami po terminie ich zapadalności

Ustawa wprowadza przepis, który systemowo ograniczać będzie popyt na obligacje. Zgodnie bowiem z obowiązującym od dn. 1 lipca 2019 r. art. 8 ust. 4 ustawy o obligacjach, po ustaleniu uprawnionych do świadczeń z tytułu wykupu obligacji prawa z tej obligacji nie mogą być przenoszone (dotyczy to także emisji prywatnych). Taka regulacja nie zwiększa poziomu ochrony inwestorów i równocześnie istotnie uderza w segment rynku wyspecjalizowany w obrocie obligacjami niewykupionymi. W dłuższej perspektywie de facto może prowadzić do likwidacji tego segmentu rynku. Wydaje się, że nowe przepisy wydłużą tym samym okres oczekiwania przez obligatariuszy na uzyskanie częściowego zwrotu zainwestowanych środków aż do zakończenia się postępowania upadłościowego emitenta. Zmienia to w istotny sposób kalkulacje inwestorów podnosząc ryzyko do poziomu, który nie będzie akceptowalny dla znacznej części z nich. **Z tego punktu widzenia ten zakaz powinien zostać zniesiony.**

Istotnym wątkiem Strategii jest ochrona inwestorów. Specyfiką polskiego rynku obligacji jest stosunkowo duży udział osób fizycznych wśród bezpośrednich nabywców obligacji. Zgodnie z zasadami zawartymi w MIFID II powinni oni znajdować się pod szczególną ochroną.

Komisja Europejska w raporcie poświęconym problematyce nadmiernego uzależnienia od ratingów przyznała (dokument COM (2016) 664 final), że obecnie żadna z alternatywnych miar ryzyka kredytowego nie jest w stanie zastąpić zewnętrznych ratingów kredytowych przyznawanych przez agencje ratingowe. Mimo swoich niedoskonałości, rating jest aktualnie najbardziej wiarygodnym narzędziem niezależnej oceny ryzyka kredytowego, jak również efektywnym rozwiązaniem redukującym asymetrię informacyjną między emitentem a inwestorem. Jak wskazano w dokumencie OECD "Corporate Bonds, Bondholders and Corporate Governance" posiadanie przez emitenta ratingu jest podstawowym czynnikiem wpływającym na jego zdolność do pozyskania finansowania poprzez emisję długu. W tej sytuacji warte rozważenia jest wprowadzenie obligatoryjnego ratingu dla obligacji emitowanych w trybie oferty publicznej o niskich nominałach, która kierowana będzie do nabywców indywidualnych. **W tej sytuacji warte rozważenia jest również wprowadzenie obligatoryjnego ratingu dla obligacji emitowanych w trybie oferty publicznej o niskich nominałach, która kierowana będzie do nabywców indywidualnych.** Warto podkreślić, iż w tej grupie inwestorów percepcja ratingu jest tożsama z ryzykiem kredytowym podmiotu albo instrumentu. Dodatkowo oprócz podnoszenia waloru edukacyjnego dla tej grupy inwestorów, wzrasta transparentność na linii inwestor - emitent.

Należy zwrócić uwagę na potrzebę upowszechnienia kultury ratingu dla rozwoju polskiego rynku kapitałowego, a w szczególności segmentu długu korporacyjnego. Postulat wparcia

przedsiębiorstw sektora MŚP w dostępie do ratingu, artykułowany we wskazanym powyżej raporcie Komisji Europejskiej jest już wdrażany na jednym z najbardziej innowacyjnych rynków finansowych na świecie tj. w Singapurze. Wypada nadmienić, iż to m.in. z doświadczeń Monetary Authority of Singapore (MAS) czerpał KNF budując swoją koncepcję *Innovation Hub*. MAS jako zintegrowany organ nadzoru nad rynkiem finansowym zapewnia system wsparcia dla emitentów, który pozwala zrefundować koszty pozyskania ratingu emisji w ramach programu grantów. Program ten ułatwia pokonanie bariery wejścia na rynek kapitałowy dla emitentów, którzy nie mieli dotychczas doświadczenia finansowania działalności operacyjnej za pomocą instrumentów dłużnych korzystając dotychczas wyłącznie z kredytu bankowego. **Należy rozważyć uruchomienie podobnego programu dla polskich przedsiębiorstw z obszaru MŚP** oraz określić program zachęt dla podmiotów/emitentów.

Dobrym pomysłem jest stworzenie w przyszłości rejestru obligacji i emitentów, umożliwiającego inwestorom łatwy dostęp do informacji pozwalającej na porównanie ryzyka kredytowego poszczególnych emitentów i papierów dłużnych (p. 4.5.4.1 Strategii). **Jednak zaprezentowana koncepcja rejestru wymaga dalszych prac koncepcyjnych. PAR S.A. deklaruje gotowość aktywnego uczestniczenia w tych pracach i wniesienia swoich, dotychczasowych doświadczeń.** Natomiast nietrafionym pomysłem wydaje się wprowadzenie obowiązku raportowania do KNF przez emitentów obligacji niepublicznych informacji dotyczących stabilności finansowej, gdyż taki obowiązek podnosi koszty emisji obligacji natomiast jego przydatność dla inwestorów jest wątpliwa.

Szczególne zastrzeżenia budzą:

- wzrost wymagań regulacyjnych: w tym konieczność przygotowywania memorandum dla każdej nowej emisji (uciążliwe, gdy planuje się ich kilka w ciągu roku), w tym w sytuacji, gdy emisja jest kierowana do maksimum 149 odbiorców,
- konieczność powołania agenta emisji prywatnych skoro wszystkie emisje i tak mają być publiczne oraz prowadzona będzie rejestracja emisji publicznych w/przez KNF, pomimo prowadzenia takiego rejestru przez KDPW,
- spodziewany wzrost kosztów emisji: w tym KDPW (opłata rejestracyjna i z tytułu wypłaty pożytków z obligacji), koszt nadania kodu LEI (Ustawa z 9 listopada 2018 r. wprowadza taki obowiązek także dla emisji niepublicznych) i prowizje agenta emisji (szerszy poziom odpowiedzialności cywilnoprawnej i karnej za niedopełnienie obowiązków regulacyjnych i informacyjnych w całym okresie do wykupu obligacji wymusi pozyskiwanie przez agenta opinii prawnych, modyfikacji polis ubezpieczenia OC etc.).

Ustawa w jej obecnym kształcie może spowodować obniżenie się atrakcyjności finansowania działalności przez emisję obligacji w porównaniu do kredytu bankowego, co jest sprzeczne z celami określonymi w Strategii.

Zobowiązanie banków do raportowania danych kredytowych swoich klientów i umieszczenie ich w planowanym rejestrze, celem umożliwienia korzystania z tych informacji wszystkim inwestorom, mogłoby spowodować konflikt z obowiązującymi przepisami i doprowadzić do naruszenia tajemnicy bankowej. Zgodnie z aktualnym stanem prawnym zwolnienie z tajemnicy bankowej może nastąpić jedynie:

- na żądanie sądu lub prokuratora w związku z toczącym się postępowaniem odnośnie przestępstwa lub przestępstwa skarbowego,
- w przypadku uzasadnionego podejrzenia wykorzystania banku dla prania brudnych pieniędzy lub finansowania terroryzmu.

Bank jest zwolniony z obowiązku dochowania tajemnicy, jeżeli z jakichś względów nie może należycie wykonać umowy z klientem, co może być spowodowane istniejącymi przepisami prawa lub zleceniem wykonania zobowiązań innym podmiotom na zasadzie outsourcingu.

Istnieje również katalog podmiotów, którym banki zobowiązane są dostarczyć informacji poufnych. Są to: **Komisja Nadzoru Finansowego, sąd lub prokurator, Prezes NIK, Szef Służby Celnej, Generalny Inspektor Kontroli Skarbowej, Prezes Zarządu Bankowego Funduszu Gwarancyjnego, biegły rewident upoważniony do kontrolowania sprawozdań banku, Agencja Wywiadu, Centralne Biuro Antykorupcyjne, Policja, Żandarmeria Wojskowa, Straż Graniczna, Służba Więzienna, komornik sądowy, GIODO, Prezes UOKiK, NBP.**

Nie zwalnia to jednak tych instytucji z obowiązku zachowania poufności powierzonych im danych. W efekcie informacji tych nie wolno jest rozpowszechniać w formie innej, niż zagregowana, uniemożliwiająca identyfikację podmiotu. Biorąc pod uwagę, że celem rejestru jest określenie stopnia zadłużenia i ryzyka kredytowego w odniesieniu do konkretnego emitenta, cel taki nie byłby spełniony. Co więcej, emitenci mogliby obawiać się ujawnienia informacji swoim konkurentom i kontrahentom, a banki – konkurencyjnym instytucjom finansującym. Mogłoby to mieć wymiennie negatywny wpływ na działalność biznesową obu stron.

Także z punktu widzenia przydatności danych, udostępnienie szczegółowych informacji w rejestrze byłoby nieuzasadnione, ponieważ inwestorzy indywidualni (klasyfikowani zgodnie z MIFID II do kategorii „nieprofesjonalnych”), będący grupą najbardziej narażoną na straty, nie mogliby wykorzystać tych danych dla samodzielnej analizy ryzyka. Racjonalne wydawałoby się natomiast rozwiązanie, zapewniające dostęp do danych szczegółowych

jednostkom wyspecjalizowanym w sporządzaniu ocen ryzyka kredytowego, takim jak np. agencje ratingowe o zasięgu ogólnopolskim. Podmioty takie mogłyby udostępnić „nieprofesjonalnym” uczestnikom rynku kapitałowego miarodajną i porównywalną ocenę ryzyka kredytowego poprzez nadanie ratingu emitentom i emisjom zwłaszcza w przypadkach, gdyby emitentami były podmioty małe i średnie nie mogące, z racji wysokich kosztów, uzyskać ratingu agencji międzynarodowych.

Jednocześnie dla zapewnienia w rejestrze kompletności i aktualności danych na dzień powstania zobowiązania z tytułu emisji, raportowanie przez banki i firmy finansujące zobowiązań emitentów powinno być zautomatyzowane na bazie codziennej (zamknięcie dnia) i nie ograniczać się jedynie do informacji o łącznych zobowiązaniach finansowych emitenta (obligacjach, kredytach, pożyczkach, leasingu, instrumentach pochodnych, produktach strukturyzowanych, leasingu, faktoringu etc.), ale obejmować w wydzielonej części także informacje o niewykorzystanych saldach udostępnionych linii o finansowanie nawet, jeśli zostały one przyznane na podstawie umów typu otwartego („uncommitted facility”). Jest to istotne szczególnie w sytuacjach, gdy możliwe jest zaciągnięcie przez emitenta „z dnia na dzień” zobowiązań finansowych znacznej wartości w obrębie niewykorzystanych sald, lub w przypadku wysokiego zaangażowania w instrumenty pochodne o teoretycznie nieograniczonych progach ryzyka. Dostarczanie takich informacji w dłuższych interwałach czasowych może spowodować niedostępność kluczowej informacji w okresie pomiędzy powstaniem zadłużenia, a faktycznym ujawnieniem wzrostu ryzyka kredytowego.

Usprawnienia dotyczące pierwotnego rynku obligacji korporacyjnych

Dalszych prac wymaga sprawa dodatkowych obowiązków sprawozdawczych nałożonych na emitentów, aby uniknąć potencjalnego ryzyka związanego z nadmiernymi obowiązkami sprawozdawczymi.

Tematyczne grupy robocze przy RRRF

PAR S.A. zgłasza gotowość do uczestnictwa w pracach związanych z pkt. 9 Zarządzenie ryzykiem i ochrona konsumentów w dedykowanej grupie roboczej przy RRRF.