

Szanowni Państwo,

Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych kolejny już raz pragnie wyrazić swoje zaniepokojenie wciąż narastającymi problemami spółek giełdowych w związku z transakcjami opcyjnymi, które potęgują ryzyko inwestycji na rynku akcji, a także są przyczyną dezinformacji inwestorów. Obecny stan rzeczy całkowicie utrudnia i eliminuje przesłanki racjonalnego i świadomego inwestowania, gdyż z dnia na dzień nawet z założenia dobre i stabilne spółki stają się podmiotami niewypłacalnymi. Wzrost ryzyka inwestycji, obok czynników koniunkturalnych i cyklicznych jest tym wyższy, że polityka informacyjna spółek publicznych, które nabywały w poprzednich latach, a także nabywają obecnie instrumenty zabezpieczające ryzyko kursowe jest w naszej opinii niezgodna z art. 56 Ustawy o Ofercie Publicznej oraz art. 154 Ustawy o Obrocie Instrumentami Finansowymi.

Wyrażamy również zaniepokojenie dotychczasową, zbyt łagodną reakcją Komisji Nadzoru Finansowego („KNF”) w tej kwestii, a także faktem akceptacji przez Komisję tego typu polityki informacyjnej emitentów giełdowych. O ile Komisja zna podmioty obarczone ryzykiem opcji, o tyle inwestorzy informacji o wielu zagrożonych firmach wciąż nie posiadają. Chodzi w tym przypadku przede wszystkim o informacje mówiące o zawarciu takich umów opcyjnych, które mogły mieć istotny wpływ na wyniki finansowe, a także notowania akcji. Takimi instrumentami są w naszej opinii opcje, których zawarcie wiązało się z ryzykiem poniesienia nieograniczonej straty (z punktu widzenia wpływu na kondycję finansową istotne stają się także informacje o wszelkiego rodzaju instrumentach zabezpieczających, nawet tych mniej ryzykownych). Instrumenty nieograniczonego ryzyka z zasady można uznać za instrumenty o charakterze „spekulacyjnym”. W rezultacie każda decyzja inwestorów giełdowych podejmowana była i nadal jest w warunkach ponadprzeciętnie wysokiej niepewności, przez co inwestowanie na rynku akcji przestało być inwestowaniem opartym o racjonalne przesłanki, a stało się inwestowaniem opartym o informacje, których nikt się do tej pory nie spodziewał, a w których posiadaniu była spółka i osoby blisko z nią związane, a także od jakiegoś czasu Komisja Nadzoru Finansowego.

Uważamy, że obecny stan rzeczy w znacznym stopniu obniża zaufanie zarówno do mechanizmów samego rynku kapitałowego jak i prawidłowości działania podmiotów związanych z tym rynkiem. Cierpi na tym nie tylko reputacja emitentów zaangażowanych w opcje ale wszystkich eksporterów lub emitentów nie będących eksporterami, którzy mimo, iż nie zajmowali i nie zajmują spekulacyjnych pozycji walutowych mogą być przedmiotem podejrzeń o tego typu działania. Utrzymywanie obecnego stanu nie pozostaje też bez wpływu

na ocenę przez inwestorów pracy samej Komisji. Wpływa to również na znaczne zmniejszenie efektywności rynku giełdowego, wprowadza dodatkowo niepotrzebną i niczym nieuzasadnioną dezinformację i dezorientację inwestorów.

Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych już wcześniej negatywnie ustosunkowywało się do stanowiska Komisji Nadzoru Finansowego, wyrażonego w komunikacie z dnia 17 grudnia 2008 r., w którym znalazła się informacja, iż dane finansowe zawierające wpływ rozliczonych kontraktów opcyjnych oraz wycena otwartych kontraktów będą zaprezentowane przez spółki dopiero w zaudytowanych raportach rocznych. Ze zrozumiałych przyczyn ostateczny wynik transakcji i ich wpływ na wyniki 2008 roku będą znane dopiero wówczas. Niemniej inwestor powinien mieć świadomość, która spółka, na jakie ryzyko jest narażona już na wcześniejszym etapie. Inwestor powinien poznać więc jak najszybciej nazwy tych spółek, które zawarły umowy nabycia instrumentów nieograniczonego ryzyka, powinien poznać również wszelkie szczegóły zawartych umów. Wskazane by również było, aby o swoich transakcjach poinformowały także te podmioty, które w wyniku realizowanych "zabezpieczeń" utraciły realną szansę wypracowania sporych zysków wynikających z osłabienia złotówki (brak wiedzy na ten temat uniemożliwia inwestorom prognozowania wyników spółek za 4 kwartał). Sceptycznie podchodzimy również do komunikatu Komisji z dnia 27 stycznia 2009 roku, w którym to komisja oświadcza, że „emitenci, dla których opcje walutowe i inne walutowe instrumenty pochodne mają, bądź mogą mieć, znaczący wpływ na sytuację finansową **powinni rozważyć** zamieszczenie odpowiedniej informacji w części opisowej raportów za IV kwartał 2008 r. W naszej opinii zamieszczenie takiej informacji powinno być obligatoryjne, co wynikać może z par. 91 ust. 6 pkt 10 oraz par. 91 ust. 6 pkt 11 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych, a także z par. 91 ust. 4 pkt. 6 tego rozporządzenia.

W związku z powyższym zwracamy się do komisji z prośbą o ustosunkowanie się do naszej interpretacji wykładni prawa. **Uważamy, że zgodnie z obowiązującymi regulacjami spółki giełdowe powinny być zobowiązane do przekazywania informacji bieżącej o zawieraniu takich umów „zabezpieczających”, które mogą być bardzo istotne z punktu widzenia działalności i przyszłych wyników finansowych.** W naszej opinii bezpośrednio dotyczy się to transakcji opcyjnych, których charakter i parametry wskazują na nieograniczone ryzyko poniesienia straty, a w konsekwencji nawet ryzyko utraty płynności finansowej przez spółkę. Publikacja odpowiedniego komunikatu tuż po zawarciu umowy może być dla

inwestorów bardzo istotna, gdyż umożliwi ocenę wpływu zawartych transakcji zarówno na spółkę, jej wycenę, a także wyniki finansowe w zależności od sytuacji np. na rynku walutowym lub surowcowym i wahań cen instrumentów, na których bazują zawarte umowy. Ponadto umożliwi wkalkulowanie w cenę instrumentu finansowego ryzyka wynikające z działań zabezpieczających (bądź spekulacyjnych) spółki.

Wspomniany wyżej obowiązek informacyjny powinien wynikać z art. 56 ust. 1 pkt. 1 i 2 ustawy o ofercie i art. 154 ustawy o Obrocie Instrumentami Finansowymi. Wskazujemy na art. 154 dlatego, gdyż po przekazaniu informacji o zawarciu transakcji „zabezpieczającej” może ona mieć wpływ na notowania zarówno po publikacji komunikatu, jak i w przyszłości (bezpośrednio rzutując na notowania akcji, jak i na działalność operacyjną). Utrzymywanie tego typu informacji w tajemnicy przed inwestorami (tak jak to ma/miało miejsce w przypadku wielu spółek giełdowych) powoduje, że inwestor dowiaduje się o ciężącym na spółce ryzyku zbyt późno, w momencie gdy spółka traci płynność, bądź generuje niewspółmierną do skali swojej działalności stratę, bądź gdy traci szanse na ponadprzeciętny zarobek wynikający z osłabienia złotówki. Informacja o charakterze zawartej opcji może dać wiedzę o ryzyku poniesienia sporej straty w przyszłości, bądź utraty określonych korzyści finansowych. Inwestor wiedząc wcześniej o posiadanych przez spółkę instrumentach „spekulacyjnych”, bądź z zasady zabezpieczających byłby w stanie w sposób racjonalny podejmować swoje decyzje. Z racji braku takiej wiedzy inwestor nie mógł i nie może podejmować takich decyzji w sposób racjonalny, gdyż nie był i nie jest świadom potencjalnych ewentualnych strat finansowych z tytułu zawartych przez spółki umów, a w dodatku inwestor nie może na bieżąco reagować na osłabiającą się złotówkę (gdyż nie wie, czy dany eksporter korzysta na osłabieniu waluty, czy też na nim traci). Standardy rynkowe oraz ustawa o obrocie instrumentami, a także o ofercie publicznej w naszej opinii takiej polityki informacyjnej nie dopuszczają.

Nie można przy tym przyjąć argumentacji przedstawianej przez przedstawiciela Komisji na łamach Gazety Prawnej, jakoby stabilność polskiej waluty pozwalała spółkom zawierać tego typu opcje bez zachowania obowiązków informacyjnych (zgodnie z argumentacją przedstawiciela Komisji zawarcie kontraktu przy stabilnym kursie walutowym nie jest szczególną informacją, a informację istotną mógł stanowić dopiero ruch kursu złotego). **Po pierwsze podkreślić należy, że waluta polska nie była instrumentem stabilnym, gdyż wartość złotówki wobec Euro czy USD zmieniała się w ostatnich latach, czy też miesiącach w sposób dynamiczny, także w okresie transakcji zawieranych przez spółki.**

Po drugie podpisując umowę najwyższego ryzyka nie można założyć, że dana waluta, czy jakikolwiek instrument finansowy w tym przypadku złotówka będzie w trwałym okresie hossy, bądź że będzie przyjmowała wartość constans. Przyjęcie takiego założenia z zasady można uznać za błędne. Rynki finansowe każdorazowo poddawane są określonym cyklom i bardzo silnym wahaniami, których nie da się wyeliminować w średnim, ani w dłuższym terminie. Dlatego też uważamy, że informacje o nabywaniu wszelkiego rodzaju instrumentów pochodnych, opartych o zmianę wartości instrumentu bazowego (walut, bądź surowców), spółki powinny ujawniać w komunikatach bieżących. Informacją szczególnie istotną w zawieranych umowach (z punktu widzenia wpływu na notowania akcji) było ryzyko poniesienia nieograniczonej straty, a tym samym nieograniczonego negatywnego wpływu na działalność, a nawet możliwość dalszego prowadzenia działalności operacyjnej przez Spółkę. Tego typu informacje w bezpośredni sposób mogą wpływać na notowania akcji. Ponadto zwracamy uwagę, że parametry transakcji zabezpieczającej (w nawiązaniu do art. 154 Ustawy o Obrocie Instrumentami) w sposób precyzyjny wskazują na zdarzenia, których wystąpienia można zasadnie oczekiwać w przyszłości w przypadku określonych zmian ceny danego instrumentu finansowego. Ponadto przy zawieraniu transakcji opartych o kurs walut, czy też innych instrumentów, jak chociażby towary, z góry należy przyjmować ryzyko zmienności trendów. Dodatkowo należy mieć na uwadze, że tego typu informacja pozwala inwestorom na dokonanie oceny wpływu tych instrumentów na wycenę spółki (zarówno ze względu na poziom ryzyka wynikający z charakteru opcji, jak i późniejszej zmiany ich ceny). Niebezpieczeństwo poniesienia znacznej straty w przypadku transakcji opcyjnych znane jest od momentu zawarcia takiej transakcji i wynika wprost z charakterystyki jednoczesnego złożenia długiej pozycji w opcji put oraz krótkiej pozycji w opcji call.

Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych stoi na stanowisku, iż specyfika takich informacji jasno wskazuje, że wypełniają one definicję informacji poufnej wskazaną w art. 154 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi i w związku z art. 56 ust. 1 pkt 1 oraz ust 1 pkt 2 implikują obowiązek przekazania takiej informacji do publicznej wiadomości niezwłocznie po zajściu zdarzeń lub okoliczności, które uzasadniają ich przekazanie lub po powzięciu o nich wiadomości. Niezrozumiałym jest przy tym fakt, w którym Komisja Nadzoru Finansowego nakłada na jednego z emitentów karę administracyjną (vide przykład spółki Hutmen) w podobnej sytuacji, a nie karze lub chociażby nie zobowiązuje innych podmiotów do niezwłocznego wykonania obowiązku, który na nich zgodnie z przepisami prawa spoczywa.

W związku z powyższym, działając na rzecz ochrony inwestorów indywidualnych, ale również na rzecz ochrony zasad przejrzystości rynku, zwracamy się do Komisji Nadzoru Finansowego o ustosunkowanie się do naszej interpretacji. Ponadto wnioskujemy by Komisja zobligowała wszystkie spółki publiczne narażone na jakąkolwiek ekspozycję na ryzyko wynikające z zawartych transakcji pochodnych (o charakterze spekulacyjnym, wiążącym się z zagrożeniem poniesienia nieograniczonej straty), do opublikowania w trybie niezwłocznym komunikatów bieżących. Istotne by komunikaty zawierały szczegółowe informacje zarówno na temat rodzaju instrumentu, wielkości pozycji, terminu wykupu, a także informacji na temat bieżącego wpływu transakcji na wyniki finansowe spółki.

Obok obowiązków informacyjnych wynikających z art. 56 Ustawy o Ofercie Publicznej oraz art. 154 Ustawy o Obrocie Instrumentami finansowymi, chcielibyśmy poruszyć kwestię obowiązków informacyjnych wynikających z rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 18 października 2005 r. w sprawie zakresu informacji wykazywanych w sprawozdaniach finansowych i skonsolidowanych sprawozdaniach finansowych, wymaganych w prospekcie emisyjnym w związku z par. 93 ust. 1 pkt 2 a) oraz 2 b) rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie informacji bieżących i okresowych z dnia 19 października 2005 roku. Zgodnie z wskazanymi rozporządzeniami spółka giełdowa powinna w raporcie półrocznym zawrzeć odpowiednie informacje dotyczące posiadanych instrumentów finansowych. Ponadto rozporządzenie Ministra Finansów w sprawie informacji bieżących i okresowych z dnia 19 października 2005 roku wskazuje, że zgodnie z par. 93 ust. 1 pkt 3 raport półroczny powinien zawierać opis podstawowych zagrożeń i ryzyka.

Chcielibyśmy także zwrócić uwagę, że zgodnie z par. 91 ust. 6 pkt 11 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych spółki powinny wskazać w raporcie kwartalnym czynniki, które w ich ocenie będą miały wpływ na osiągnięte wyniki w perspektywie co najmniej kolejnego kwartału. Z kolei zgodnie z par. 91 ust. 4 pkt. 6 spółki powinny w raporcie kwartalnym wskazać zdarzenia, które wystąpiły po dniu, na który sporządzono skrócone kwartalne sprawozdanie finansowe, nieujętych w tym sprawozdaniu, a mogących w znaczący sposób wpłynąć na przyszłe wyniki finansowe emitenta. Ponadto zgodnie z par. 91 ust. 6 pkt 10 spółki powinny przedstawić informacje, które zdaniem emitenta są istotne dla oceny jego sytuacji, majątkowej, finansowej, wyniku finansowego i ich zmian.

W kontekście faktu, że Komisja nie obliguje i nie obligowała spółek do informowania o zawieranych transakcjach na instrumentach pochodnych w formie raportu bieżącego (na

etapie ich zawarcia), chcielibyśmy zwrócić się z zapytaniem, czy Komisja zamierza zmienić swoją dotychczasową politykę wobec spółek publicznych, obligując je do przekazywania informacji na temat instrumentów pochodnych tuż po zawarciu tego typu umów (szczególnie w kontekście tak znaczącej niestabilności polskiej złotówki)? Dodam, że w opinii kancelarii, z którymi prowadziliśmy na ten temat dyskusje, spółki powinny być obowiązane do publikowania tego typu komunikatów zgodnie z Ustawą o Ofercie Publicznej i Ustawą o Obrocie Instrumentami Finansowymi. Chcielibyśmy zapytać również, czy zadaniem Komisji raporty półroczne oraz kwartalne spółek zaangażowanych w instrumenty pochodne spełniały standardy przejrzystości (jeśli chodzi o politykę informacyjną dotyczącą zawartych opcji), a także standardy odpowiadające zapisom ustaw i rozporządzeń wymienionych w niniejszym piśmie. Czy zdaniem Komisji polityka informacyjna spółek zaangażowanych w ryzykowne i spekulacyjne instrumenty była prawidłowa (zarówno w kontekście raportów bieżących, jak i okresowych)? Czy zdaniem Komisji spółki, które ponoszą dużą stratę na zawartych umowach opcyjnych nie poinformowały przypadkiem rynku o tym fakcie zbyt późno, będąc w posiadaniu informacji o ryzyku znaczącej straty finansowej co najmniej przez okres kilkutygodniowy, a nawet kilkumiesięczny? Czy obowiązek bieżącego raportowania o umowach dotyczących nabycia instrumentów pochodnych nie wpłynąłby w opinii Komisji na wzrost przejrzystości i standardów rynkowych?

Liczymy na odpowiedź, a jednocześnie wyrażamy chęć podjęcia dyskusji w powyższym temacie.

Z poważaniem

Piotr Cieślak