UKNF | URZĄD KOMISJI NADZORU FINANSOWEGO

# Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego

## dotyczące oceny emitenta przez firmy inwestycyjne przed rozpoczęciem świadczenia usługi oferowania instrumentów finansowych

# Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego dotyczące oceny emitenta przez firmy inwestycyjne przed rozpoczęciem świadczenia usługi oferowania instrumentów finansowych

Firma inwestycyjna ma obowiązek działać w sposób rzetelny i profesjonalny, zgodnie z zasadami uczciwego obrotu oraz zgodnie z najlepiej pojętymi interesami jej klientów (art. 83c Ustawy o obrocie[1]). Dodatkowo jest zobowiązana do przestrzegania wymogów w zakresie zarządzania produktowego, dlatego *„(…) podejmując decyzję o zakresie instrumentów finansowych wyemitowanych lub wystawionych przez tę firmę lub przez inną firmę inwestycyjną, jakie zamierza oferować lub rekomendować albo w inny sposób umożliwiać ich nabycie lub objęcie, oraz o rodzaju usług, jakie zamierza świadczyć, uwzględnia charakter instrumentu finansowego, usługi inwestycyjnej oraz grupy docelowe*j" (§36 ust. 1 Rozporządzenia[2]). Wymogi te mają zastosowanie także w przypadku gdy firma inwestycyjna oferuje lub rekomenduje albo w inny sposób umożliwia nabycie lub objęcie instrumentów finansowych wyemitowanych lub wystawionych przez podmioty, które nie podlegają przepisom Ustawy o obrocie (§36 ust. 2 Rozporządzenia).

Wymogi te mają szczególnie istotne znaczenie w przypadku, gdy firma inwestycyjna świadczy na rzecz klientów detalicznych usługę przyjmowania i przekazywania zleceń lub doradztwa inwestycyjnego, a jednocześnie świadczy na rzecz emitenta usługę oferowania. W przypadku ofert kierowanych wyłącznie do uprawnionych kontrahentów lub klientów profesjonalnych *per se* (tj. z wyłączeniem klientów profesjonalnych *„na żądanie",* o których mowa w art. 3 pkt 39b lit n), zakres oceny emitenta może uwzględniać fakt, że taki klient dokonuje samodzielnej, profesjonalnej oceny takiego instrumentu. W uzasadnionych przypadkach firma inwestycyjna może nawet nie przeprowadzać oceny emitenta. Takie podejście jest możliwe jedynie wówczas gdy firma inwestycyjna ma wiedzę, że odpowiednie, wykwalifikowane jednostki/osoby funkcjonujące w strukturach takich klientów dokonują oceny emitenta pozwalającej uzyskać wiedzę na temat ryzyk z nim związanych i rzetelnie ocenić te ryzyka w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych. W związku z brakiem przeprowadzania takiej oceny, firma inwestycyjna może być narażona na zarzut naruszenia art. 83c Ustawy o obrocie i §36 ust. 1 w zw. z ust. 2 Rozporządzenia, a także na ryzyko reputacyjne związane z oferowaniem instrumentów finansowych takiego emitenta.

---

[1] Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2021 poz. 328) („**Ustawa o obrocie**")

[2] Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 30 maja 2018 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych (Dz. U. 2018, poz. 1112) („**Rozporządzenie**")

Celem stanowiska nie jest stworzenie kompletnego i uniwersalnego wzorca badania emitentów[3] a wskazanie minimalnego standardu w oparciu o przykładowe obszary, które powinny stanowić element takiej oceny.

Ocena taka powinna uwzględniać indywidualne okoliczności związane z emitentem, jego modelem biznesowym, sytuacją finansową, branżą w której działa i innymi istotnymi czynnikami. Firma inwestycyjna, jako profesjonalny uczestnik rynku, powinna każdorazowo samodzielnie określić jakich informacji potrzebuje do oceny danego emitenta, by rzetelnie wywiązać się z obowiązków jakie ciążą na niej jako pośredniku.

Firma inwestycyjna podejmując decyzję o świadczeniu usługi oferowania na rzecz danego emitenta powinna ocenić nie tylko cechy emitowanego instrumentu, ale także ryzyka które są związane z samym emitentem.

Ocena ta nie musi oznaczać przeprowadzenia pełnego badania *due dilligence* w zakresie prawnym, finansowym czy podatkowym. Za spełnienie tego obowiązku nie może być uznane jedynie pobranie odpowiednich oświadczeń od emitenta, bez sprawdzenia prawdziwości i rzetelności tych informacji.

Firma inwestycyjna nie ma obowiązku przedstawiania wyników przeprowadzonej analizy emitentowi i klientom lub potencjalnym klientom.

Umowa o świadczenie usługi oferowania może dotyczyć wielu emisji instrumentów lub różnych instrumentów tego samego emitenta, które będą miały miejsce w odstępach czasu, w trakcie których ocena emitenta może ulec zmianie. W przypadku istotnych zmian w sytuacji emitenta, firma inwestycyjna nie może bazować na ocenie dokonanej przed rozpoczęciem pierwszego z tych procesów i powinna ją zweryfikować przed rozpoczęciem kolejnego procesu oferowania instrumentów finansowych. W oparciu o wyniki tej analizy firma inwestycyjna powinna podjąć odpowiednie decyzje w zakresie tego, czy i na jakich zasadach będzie świadczyć usługi dotyczące takiej oferty.

Niewłaściwa ocena emitenta i brak rozpoznania ryzyk związanych z jego działalnością czy powiązaniami przekłada się także na wzrost ryzyka reputacyjnego dla samej firmy inwestycyjnej i może skutkować zmniejszeniem zaufania inwestorów do rynku kapitałowego.

## 1. Analiza informacji finansowych emitenta

Analiza informacji finansowych powinna co do zasady bazować na ogólnodostępnych lub przekazanych przez emitenta sprawozdaniach finansowych. Firma powinna pozyskać od emitenta takie informacje, które umożliwiają ocenę sytuacji finansowej podmiotu i jego grupy kapitałowej.

[3] Stanowisko ma zastosowanie również do wystawców instrumentów finansowych i oferujących posiadane instrumenty finansowe

W przypadku spółek posiadających historię finansową, analiza ta powinna uwzględniać co najmniej ostatnie 3 lata obrotowe oraz najbardziej aktualne dane/sprawozdania śródroczne[4]. W przypadku emitentów, których dane znajdują się w RZE, w procesie dokonywanej oceny sytuacji finansowej firma inwestycyjna powinna wziąć także pod uwagę informacje tam zawarte. Jeżeli ich nie ma a z posiadanych przez firmę inwestycyjna informacji wynika, że emitent emitował obligacje albo informacje dotyczące emisji są nieaktualne firma inwestycyjna powinna zachować ostrożność przy ocenie wiarygodności takiego emitenta.

Oprócz historycznych danych finansowych należy dokonać także weryfikacji prognoz finansowych emitenta, o ile emitent je sporządził. Weryfikacja taka powinna mieć zawsze miejsce gdy prognozy te są udostępniane potencjalnym inwestorom w dokumentach informacyjnych/marketingowych lub przekazane w innej formie do wiadomości publicznej. Mogą one stanowić bowiem ważny element przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.

Firma inwestycyjna powinna sprawdzić, czy emitent zamieszczał terminowo sprawozdania finansowe w KRS, a w przypadku emitentów, których sprawozdania podlegają obowiązkowi badania przez biegłego rewidenta, czy takie badanie zostały terminowo przeprowadzone. Firma powinna zachować ostrożność wobec emitentów, którzy nie realizują obowiązków w tym zakresie. W przypadku gdy sprawozdania finansowe emitenta zawierają opinię biegłego rewidenta, firma inwestycyjna musi uwzględnić taką opinię w swojej analizie, w szczególności powinna zwrócić uwagę na ewentualne zastrzeżenia biegłego.

W przypadku spółek nieposiadających historii finansowej ocena jest dokonywana poprzez analizę możliwości generowania przychodów i zysków w przyszłości. Jest to szczególnie istotne w przypadku np. start-upów czy SPV. Oferowanie instrumentów finansowych tych spółek klientom detalicznym powinno uwzględniać podwyższony poziom ryzyka takich instrumentów. W takim przypadku istotne jest zbadanie, w oparciu o dostępne informacje, wiarygodności grupy kapitałowej, jeżeli dane przedsięwzięcie jest częścią a także osób z nią powiązanych (osobowo lub kapitałowo) a także gwaranta czy poręczyciela takiej emisji.

Dokonując analizy przekazanych informacji, firma inwestycyjna powinna brać pod uwagę rodzaj prowadzonej przez emitenta działalności. Poszczególne branże cechują się innymi zasadami i standardami rachunkowości, a także sposobem oceny kondycji finansowej. Analiza powinna uwzględniać elementy charakterystyczne dla danej branży i jej perspektyw.

Ocena poszczególnych informacji finansowych ma też znaczenie w kontekście charakteru emitowanego instrumentu (np. w przypadku obligacji konieczne jest weryfikacja możliwości zapewnienia środków w terminach ich wykupu czy płatności odsetek).

W celu przeprowadzenia analizy sytuacji finansowej emitenta, firma inwestycyjna powinna dokonać oceny rentowności, płynności, efektywności i struktury finansowania oraz wypłacalności emitenta, uwzględniającej[5]:

---

[4] Nie musi to oznaczać konieczności przygotowania śródrocznych sprawozdań finansowych przez emitenta (chyba, ze jest to wymagane prawem). Firma inwestycyjna może zwrócić się o przedstawienie np. określonych pozycji bilansu czy rachunku zysków i strat.

[5] Katalog informacji na potrzeby oceny sytuacji finansowej jest przykładowy i do decyzji firmy inwestycyjnej należy, które wskaźniki mają istotne znaczenie dla przeprowadzanej analizy

- poziom, strukturę oraz dynamikę przychodów, kosztów i wyniku finansowego;
- wskaźniki rentowności, takie jak: rentowność sprzedaży, rentowność aktywów (ROA), rentowność kapitałów własnych (ROE);
- poziom, strukturę oraz dynamikę aktywów i pasywów, w tym należności i zobowiązań przeterminowanych;
- wskaźniki efektywności, takie jak: wskaźniki rotacji (zapasów, należności, zobowiązań), wskaźnik kapitału obrotowego;
- wskaźniki płynności;
- informacje na temat struktury finansowania, w tym na temat poziomu, charakteru oraz dynamiki zadłużenia;
- generowane przez spółkę przepływy pieniężne;
- w przypadku, gdy emitent jest podmiotem nadzorowanym przez KNF, wymogi ostrożnościowe, takie jak wskaźniki adekwatności kapitałowej.

## 2. Ocena celów emisji i perspektyw rozwoju

W przypadku, gdy emitent określa cele emisji, firma inwestycyjna powinna ocenić przyjęte założenia. Jeśli cel nie został określony, firma inwestycyjna ma obowiązek pozyskania od emitenta informacji na temat planowanego przeznaczenia środków z emisji i zweryfikowania założeń, w oparciu o które emitent założył osiągnięcie określonych celów. Jeżeli emitent dokonywał w przeszłości emisji instrumentów finansowych, firma inwestycyjna powinna sprawdzić, czy projekty finansowane z pozyskanych w ten sposób środków zostały zrealizowane, a zobowiązania wynikające z wyemitowanych instrumentów finansowych zostały spłacone lub są regulowane w terminie[6].

Niezależnie od weryfikacji celów emisji, firma inwestycyjna powinna dokonać oceny perspektyw rozwoju spółki, w szczególności pod kątem możliwości regulowania należności wynikających z instrumentów finansowych w zakładanym okresie ich zapadalności. Analiza ta powinna uwzględniać możliwość generowania przez emitenta przychodów z uwzględnieniem specyfiki branży (np. sezonowości generowania przychodów, uzależnienia od pozyskania pozwolenia na budowę itp.), otoczenia konkurencyjnego, skali działalności czy etapu rozwoju spółki.

Dokonując tej oceny firma inwestycyjna powinna sprawdzić możliwości wykupu emitowanych instrumentów, uwzględniając inne zobowiązania emitenta, w tym zapadalność emisji przypadających wcześniej. W przypadku, w którym celem emisji jest zaspokojenie wierzycieli poprzednio wyemitowanych obligacji, firma inwestycyjna powinna uwzględnić ten fakt, zwłaszcza w procesie określania grupy docelowej dla takich obligacji.

Firma inwestycyjna powinna przed rozpoczęciem procesu oferowania dołożyć należytej staranności w procesie oceny emitenta, perspektyw rozwoju i możliwości regulowania

[6] Ocena to powinna być przeprowadzona w oparciu o informacje otrzymane od emitenta i źródła powszechnie dostępne np. RZE czy sprawozdania finansowe emitenta

zobowiązań z tytułu wyemitowanych instrumentów finansowych. Sposób i staranność przeprowadzenia tej oceny będą podlegały weryfikacji przez KNF.

Ocena celów emisji, prognoz czy perspektyw rozwoju nie powinna być rozumiana jako gwarancja ich realizacji i firma inwestycyjna nie ponosi odpowiedzialności za brak ich wykonania.

## 3. Ocena emitenta

W celu zapewnienia rzetelnej oceny emitenta firma, inwestycyjna powinna posiadać odpowiednie zasoby umożliwiające przeprowadzenie takiej analizy. W przypadku braku takich zasobów lub specjalistycznej wiedzy np. o specyfice branży emitenta czy jego otoczeniu konkurencyjnym, firma inwestycyjna powinna korzystać z wiarygodnych źródeł zewnętrznych (np. publicznie dostępnych analiz lub wspierać się wiedzą i doświadczeniem konsultantów zewnętrznych)

Proces oceny emitenta powinien zapewniać obiektywność tej oceny. Powinna być ona dokonywana przez pracowników, którzy dysponują odpowiednią wiedzą i doświadczeniem, których wynagrodzenie nie jest powiązane ze skutkiem dokonanej oceny ani powodzeniem oferty. W trakcie procesu przeprowadzenia tej oceny powinni oni mieć możliwość pozyskania dodatkowych informacji i danych od emitenta, niezbędnych do przeprowadzenia takiej analizy.

### 3.1. Ocena sytuacji prawnej emitenta

Źródłem ryzyk związanych z emitentem mogą być nie tylko czynniki ekonomiczne i biznesowe uwarunkowania jego działalności, ale także jego otoczenie i sytuacja prawna.

Z tego powodu w procesie oceny prawnej emitenta powinna być dokonana ocena, w szczególności:

- postanowień statutu/umowy spółki emitenta pod kątem możliwości przeprowadzenia emisji, w szczególności konieczności uzyskania zgód korporacyjnych i możliwości ustanowienia zabezpieczeń;
- posiadania tytułów prawnych do aktywów będących przedmiotem zabezpieczenia,
- posiadanych licencji/koncesji/zezwoleń koniecznych dla prowadzenia danej działalności.

### 3.2. Ryzyko reputacyjne

Jednym z ryzyk, które ma wpływ chociażby na zdolność generowania przychodów lub wywiązywania się ze zobowiązań wobec inwestorów jest ryzyko reputacyjne. Często jest ono powiązane ze strukturą akcjonariatu emitenta, składem grupy kapitałowej, osobami wchodzącymi w skład jego organów czy innymi osobami powiązanymi ze spółką

a w szczególności wypełnianiem zobowiązań przez podmioty powiązane z akcjonariatem emitenta.

Z tego powodu firma inwestycyjna powinna, w oparciu o możliwe do pozyskania informacje, dokonać oceny emitenta pod kątem powiązań mogących wpłynąć na ocenę ryzyka reputacyjnego.

Elementem oceny ryzyka reputacyjnego, w przypadku spółek publicznych powinien być także sposób wypełniania obowiązków informacyjnych a także publicznie dostępne informacje o karach nałożonych na emitenta lub członków jego organów.

Szczególnie istotna jest prawidłowa identyfikacja i ocena konfliktu interesów. Kluczową rolę, w ocenie charakteru i możliwości zarządzania zidentyfikowanym konfliktem interesów powinna odgrywać komórka compliance firmy inwestycyjnej.

## 4. Wybór grupy docelowej

Decyzja o zaangażowaniu firmy inwestycyjnej w proces oferowania i zasady na jakich usługa ta będzie świadczona, powinna być poprzedzona analizą materiału przygotowanego przez odpowiednich pracowników wraz ze sporządzonymi przez nich wnioskami i rekomendacjami w tym zakresie, z uwzględnieniem stanowiska.

Jednym z kluczowych elementów w tym procesie jest wybór właściwej grupy docelowej dla oferowanego instrumentu finansowego. Wybór ten powinien przebiegać zgodnie z zasadami określonymi w Rozporządzeniu z uwzględnieniem zasad określonych w Stanowisku[7].

Wybór grupy docelowej powinien być podyktowany nie tylko charakterem i poziomem skomplikowania instrumentu finansowego, ale także ryzykiem związanym z samym emitentem. Ma to szczególnie istotne znaczenie w przypadku kierowania oferty do klientów detalicznych, także w kontekście odpowiedzialności zarządu za przyjętą i realizowaną strategię dystrybucji.

Firma inwestycyjna powinna posiadać mechanizmy pozwalające na zawężenie lub zmianę grupy docelowej dla instrumentów finansowych, które mimo tego, że nie są uznawane za skomplikowane, to ze względu na sytuację emitenta (np. jego wielkość, branżę, poziom rozwoju) są źródłem wysokiego/podwyższonego ryzyka dla inwestorów.

## 5. Archiwizowanie informacji i wyników dokonywanej oceny emitenta

W przypadku gdy firma inwestycyjna świadczy usługę oferowania, dokumenty i informacje zgromadzone przez nią na etapie oceny emitenta powinny być archiwizowane na zasadach określonych w art. 83a ust. 4 Ustawy obrocie.

[7]https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stanowisko_UKNF_dot_zarzadzania_produktowego_72596.pdf („**Stanowisko**”)

Za dobrą praktykę należy również uznać przechowywanie przez firmę inwestycyjną wyników analizy emitenta, w przypadku odstąpienia od zawarcia umowy o oferowanie. Zgromadzone informacje mogą być pomocne w dokonywaniu oceny tego podmiotu lub podmiotów z nim powiązanych w przyszłości.

Urząd Komisji Nadzoru Finansowego

ul. Piękna 20

00-549 Warszawa