Dominika Kordela
Uniwersytet Szczeciński

RYNEK CATALYST W STRUKTURZE POLSKIEGO RYNKU PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

Wstęp

W strukturze rozwiniętych rynków papierów wartościowych wyróżnić można rynki giełdowe, platformy obrotu bądź segmenty rynków giełdowych, przedmiotem obrotu których są pozaskarbowe dłużne papiery wartościowe. Zwłaszcza w anglosaskim modelu systemu finansowego papiery dłużne stanowią istotne źródło finansowania, a wtórny obrót nimi jest bardzo rozwinięty. W Polsce przedmiotem obrotu wtórnego na giełdzie papierów wartościowych były do niedawna w zasadzie wyłącznie skarbowe papiery dłużne. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, we współpracy ze spółką akcyjną BondSpot (dawniej MTS-CeTO), zdecydowała się na utworzenie nowej platformy obrotu rynku Catalyst, którego przedmiotem obrotu mają być dłużne papiery komunalne i korporacyjne, co nastąpiło 30 września 2009 r. Rynek komercyjnych i komunalnych papierów dłużnych do powstania Catalyst funkcjonował głównie jako rynek pierwotny i niepubliczny. Emisje nieskarbowych papierów dłużnych odbywały się na ogół przy współpracy emitenta, banku i inwestora. Najistotniejszą rolę w procesie emisyjnym pełnił bank, jako organizator emisji, agent emisji, agent płatniczy, dealer i depozytariusz. (Nowak 1999 s. 68–70). Emisja obligacji niewiele różniła się w istocie od kredytu, ponieważ to banki nabywały większość emitowanych walorów (dotyczy do szczególnie obligacji komunalnych), a koszty emisji i dostęp do tego źródła finansowania w znacznym stopniu determinowany był polityką banków.

Próby rozwoju rynku pozaskarbowych obligacji, czy szerzej rynku instrumentów dłużnych, były podejmowane już wcześniej, w ramach rynku pozagiełdowego MTS-CeTO S.A. (obecnie BondSpot). Nadal jednak na rynku wtórnym dominowały obligacje skarbowe, a możliwości emisji instrumentów dłużnych dla przedsiębiorstw i jednostek samorządu terytorialnego były ograniczone. Catalyst,

jako nowa jakość na polskim rynku papierów wartościowych, ma szansę stać się istotnym miejscem pozyskiwania zewnętrznego finansowania podmiotów gospodarczych, ale także gmin, powiatów czy miast.

1. Charakterystyka polskiego rynku obligacji

Obligacja jest papierem wartościowym emitowanym w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji (obligatariusza) i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia (DzU 1995). Obligacja jest dla wystawcy instrumentem, który umożliwia mu zaciągnięcie pożyczki jednocześnie u kilku wierzycieli, na z góry oznaczony czas. Obligacje przedsiębiorstw w krajach rozwiniętych stanowią ważne źródło pozyskiwania kapitału obcego i są alternatywą do emisji akcji. W Polsce emitowane były już w okresie międzywojennym. Pierwsza powojenna emisja odbyła się w 1985 r., emitentami były przedsiębiorstwa państwowe. Funkcja tych obligacji była specyficzna, nie były one dla obligatariuszy formą lokowania oszczędności, ponieważ oprocentowane były zaledwie na 1%. Biorąc pod uwagę wysoką wówczas inflację, zakup obligacji zamiast zysków przynosił raczej straty. Jednak korzyść z ich posiadania polegała na uprawnieniu posiadacza do zakupu towarów wytwarzanych przez emitenta po cenie urzędowej, co przy deficytowym rynku produktów stanowiło cenniejszy zysk niż procent w postaci pieniądza. Po wprowadzeniu cen rynkowych obligacje te straciły rację bytu. Emisja „tradycyjnych" obligacji przedsiębiorstw też nie miała większego sensu ze względu na wysoką inflację. Emisje do końca 1997 r. odbywały się tylko na rynku prywatnym. Głównymi obligatariuszami były banki. Obligacje przedsiębiorstw są wykorzystywane często do zastępowania wkładów kapitałowych spółki – niezbędnych do jej prawidłowej działalności – emisją obligacji. Nabywcami tych obligacji mogą być właściciele (akcjonariusze) danej spółki, którzy, udzielając pożyczki, dostarczają kapitału potrzebnego spółce – zwane jest to cienką kapitalizacją. Działanie takie jest korzystne ze względów fiskalnych. Udziałowiec takiej spółki nie otrzymuje dywidendy lecz odsetki, które spółka może zaliczyć do kosztów uzyskania przychodu, zmniejszając tym samym podstawę opodatkowania i wielkość podatku. Tym sposobem istnieje możliwość znacznego zmniejszenia obciążeń podatkowych przedsiębiorstwa. Z tego względu wprowadzono prawne ograniczenia: do kosztów uzyskania przychodu można zaliczyć odsetki od pożyczki nieprzekraczające trzykrotnej wartości kapitału akcyjnego bądź zakładowego danej spółki (Bień 2001, s. 80–83).

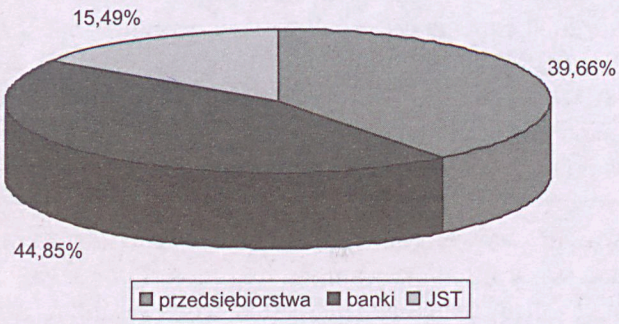
W Polsce, na mocy ustawy o obligacjach, podmiotami uprawnionymi do emitowania obligacji są:

- instytucje finansowe: banki, towarzystwa kredytowe, instytucje ubezpieczeniowe,

- jednostki samorządu terytorialnego,
- podmioty prowadzące działalność gospodarczą, posiadające osobowość prawną i spółki komandytowo-akcyjne,
- inne podmioty posiadające osobowość prawną, upoważnione do emisji obligacji

na podstawie innych ustaw (np. Skarb Państwa).

Na rynku pozaskarbowych papierów dłużnych w 2008 r. dominowały pod względem wartościowym walory banków (rys. 1).



Rysunek 1. Struktura podmiotowa rynku pozaskarbowych papierów dłużnych (powyżej 365 dni) wyemitowanych w 2008 r.

Źródło: Fitch Polska S.A.

W ujęciu wartościowym w 2008 r. wyemitowano ogółem pozaskarbowych papierów dłużnych na kwotę 590 mln PLN, z czego obligacje przedsiębiorstw i komunalne stanowiły łącznie ponad 55% tej kwoty, tj. 3083 mln PLN (Fitch Rating S.A.).

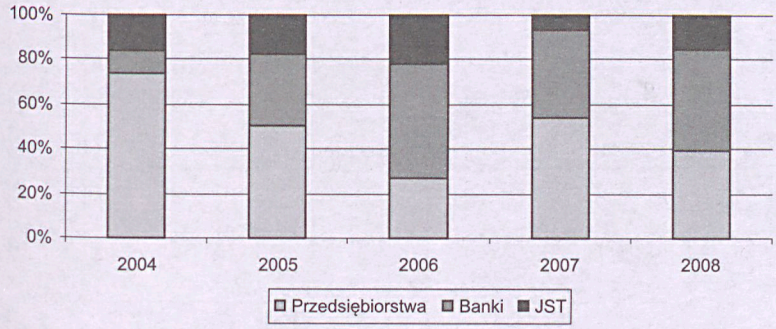
Wartość rynku pozaskarbowych papierów dłużnych w latach 2004–2007 sukcesywnie rosła, 2007 r. był rekordowy pod względem wartości emisji, wyemitowano papiery wartościowe na kwotę ponad 12 mld PLN. W 2008 r. wartość emisji spadła o blisko 55%, co interpretować można jako skutek globalnego kryzysu finansowego i wzrostu awersji do ryzyka.

Tabela 1. Wartość emisji obligacji (papierów dłużnych emitowanych na okres powyżej 365 dni) w mln zł w latach 2004–2008

Emitent	2004	2005	2006	2007	2008
Przedsiębiorstwa	2321,87	1761,93	1198,41	6704,13	2217,06
Banki	337,23	1121,61	2226,68	4871,69	2507,26
JST	500,14	615,44	959,44	829,25	865,95
Razem:	3159,24	3498,98	4384,53	12405,07	5590,27

Źródło: Fitch Polska S.A.

Wartość rynku obligacji, niezależnie od podmiotu, wykazuje tendencję wzrostową. W analizie dynamiki należy uwzględnić wyjątkowy, rekordowy 2007 r. i późniejszy spadek w 2008 r. Pomijając te wahania, widać wyraźnie wzrost wartości emisji obligacji komunalnych i emitowanych przez banki. Liniowego wzrostowego trendu nie tworzą wartości emisji obligacji przedsiębiorstw, wykazują one większe wahania na przestrzeni lat, jednak można zaryzykować wycenę rynku obligacji przedsiębiorstw na poziomie 2 mld PLN rocznie (rys. 2).



Rysunek 2. Struktura rynku pozaskarbowych papierów dłużnych (powyżej 365 dni) w latach 2004–2008

Źródło: Fitch Polska S.A.

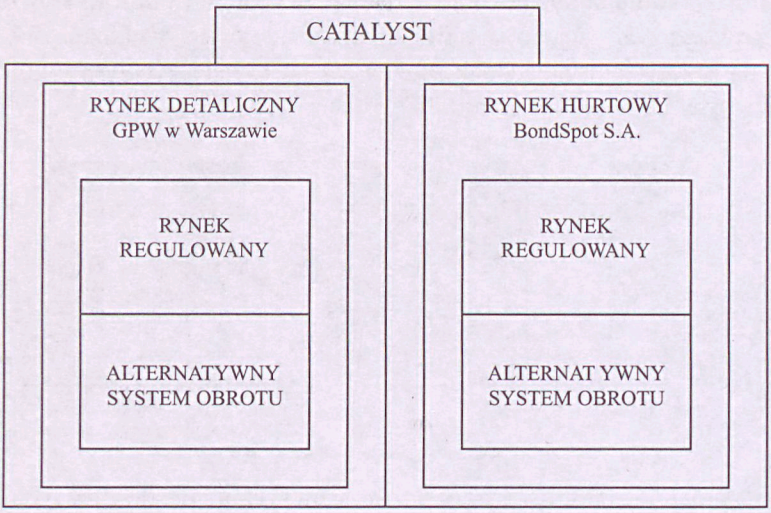
Wartość polskiego rynku pozaskarbowych papierów dłużnych gwarantuje więc stronę podażową. Stronę popytową papierów dłużnych tworzą banki (w 2008 r. nabyły 33,30% papierów dłużnych, w tym ponad 86% wszystkich emisji obligacji komunalnych), przedsiębiorstwa (w 2008 r. ich udział w rynku pozaskarbowych papierów dłużnych wynosił 26,35%), fundusze inwestycyjne (12,55%), a także podmioty zagraniczne (8,31%), fundusze emerytalne (7,52%) oraz towarzystwa ubezpieczeniowe i inne instytucje (Fitch Polska S.A.).

2. Struktura rynku Catalyst

Catalyst przez organizatorów rynku określany jest jako system autoryzacji i obrotu dłużnymi instrumentami finansowymi. Catalyst nie jest wyodrębnioną formą obrotu zorganizowanego, w rozumieniu przepisów prawa regulujących zorganizowany obrót instrumentami finansowymi i według kwalifikacji prawnych wynikających z tych przepisów[1]. Obrót w ramach Catalyst prowadzony jest na dwóch platformach transakcyjnych Giełdy Papierów Wartościowych oraz BondSpot S.A. (dawniej MTS CeTO), czyli na rynku giełdowym i pozagiełdowym. Podziału dokonano, biorąc pod uwagę charakter inwestorów, na rynek detaliczny, prowadzony przez GPW, oraz

[1] Załącznik do Uchwały nr 59/2010.

hurtowy, będący w kompetencji BondSpot S.A. Obrót w ramach Catalyst prowadzony może być na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu[2].



Rysunek 3. Struktura Catalyst

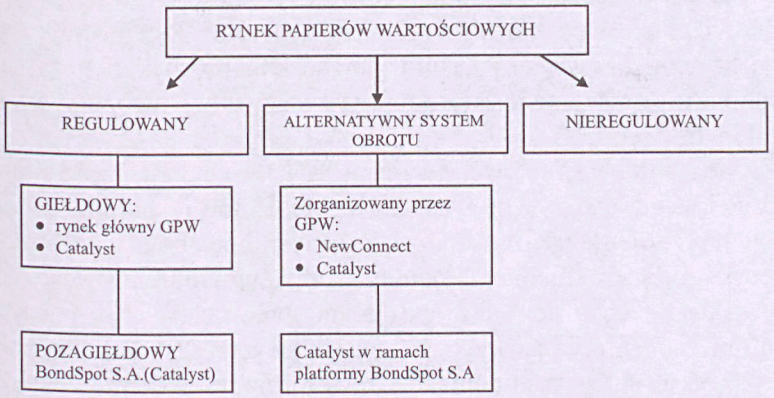
Źródło: opracowanie własne na podstawie www.gpwcatalyst.pl, styczeń 2010 r.

Zatem Catalyst tworzą cztery platformy obrotu, dwie prowadzone jako rynek regulowany i dwie jako alternatywny system obrotu. Można więc mówić o systemie Catalyst, w ramach którego wyróżnia się cztery rynki lub o rynkach Catalyst.

Prawodawstwo unijne skutkuje praktycznymi zmianami na polskim rynku papierów wartościowych. Dotychczasowy podział na rynek regulowany i nieregulowany, giełdowy i pozagiełdowy został uzupełniony o nową strukturę – alternatywny system obrotu. Pierwszym ASO był stworzony przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie NewConnect, na którym przedmiotem obrotu są akcje, a kolejne alternatywne systemy obrotu zorganizowane zostały w ramach rynku Catalyst. Jednocześnie należy podkreślić, że nadal w strukturze znajduje się rynek nieregulowany. Alternatywny systemy obrotu, choć często tak nazywany,

[2] Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i rady z 21.04.2004 r. *Markets In Finantial Instruments Directive* (Dyrektywa w sprawie rynków instrumentów finansowych) MiFID zniosła przymus rynku regulowanego oraz wprowadziła uregulowania dotyczące alternatywnej, w stosunku do regulowanego rynku giełdowego, platformy obrotu – wielostronnych platformach obrotu (MTF – *Multilateral Trading Facility*), w Polsce określanych jako alternatywne systemy obrotu (ASO). Dyrektywa MiFID wprowadziła i usankcjonowała prawnie nową jakość „alternatywne systemy obrotu", rozumiane jako rynki organizowane przez przedsiębiorstwa inwestycyjne (obecnie częściej przez spółki zarządzające giełdami papierów wartościowych) obok rynku regulowanego, głównie dla przedsiębiorstw niespełniających warunków i wymogów rynków regulowanego.

nie jest rynkiem nieregulowanym, jest formą pośrednią między rynkiem regulowanym (zgłoszonym zgodnie z prawodawstwem unijnym do Komisji Europejskiej jako rynek regulowany) a rynkiem nieregulowanym (niepodlegającym nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego). Zarówno w unijnym, jak i polskim prawie istnieją odrębne uregulowania prawne dotyczące alternatywnego systemu obrotu. Zmiany powstałe po utworzeniu NewConnect i Catalyst należy uwzględnić w strukturze rynku papierów wartościowych (rys. 4).



Rysunek 4. Struktura polskiego rynku papierów wartościowych

Źródło: opracowanie własne, na podstawie www.gpw.pl, www.newconnect.pl, www.gpwcatalyst.pl ze stycznia 2010 r.

3. Regulacje i organizacja Catalyst

Rynki Catalyst skierowane są do podmiotów gospodarczych mogących emitować dłużne papiery wartościowe oraz do jednostek samorządu terytorialnego. Na rynkach Catalyst nie są notowane skarbowe papiery dłużne. Bony i obligacje skarbowe notowane są na rynku głównym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, a także na pozagiełdowym rynku regulowanym BondSpot S.A.

Przedmiotem obrotu na rynkach Catalyst są obligacje (krótko-, średnio- i długoterminowe), a także listy zastawne, przy czym organizatorzy rynku stosują pojęcie obligacji również w odniesieniu do krótkoterminowych papierów dłużnych, czyli emitowanych na okres do jednego roku. Wprowadzone do obrotu obligacje powinny mieć formę zdematerializowanych obligacji na okaziciela. Obligacje wprowadzone do obrotu mogą mieć oprocentowanie stałe lub zmienne, w których stawką bazową jest WIBOR bądź rentowność bonów skarbowych – emitent powinien określić także poziom marży.

Na rynek Catalyst, podobnie jak na NewConnect, papiery wartościowe można wprowadzić poprzez przeprowadzenie oferty prywatnej (skierowanej do maksymalnie 99 podmiotów) lub publicznej (kierowanej do nieograniczonej liczby inwestorów). Przeprowadzenie oferty prywatnej skutkuje wprowadzeniem papierów wartościowych do obrotu w alternatywnym systemie obrotu, natomiast oferta publiczna kierowana jest na rynek regulowany. Proces emisyjny jest krótszy i prostszy w przypadku oferty prywatnej (wymagane jest przygotowanie dokumentu informacyjnego, rejestracja papierów wartościowych w KDPW oraz złożenie odpowiednich wniosków do organizatora obrotu). Przeprowadzając ofertę publiczną emitent zobowiązany jest do sporządzenia prospektu emisyjnego bądź memorandum informacyjnego, które muszą zostać zatwierdzone przez Komisję Nadzoru Finansowego.[3]

Wszystkie instrumenty notowane w ramach Catalyst muszą uzyskać autoryzację emisji, która jest warunkiem wprowadzenia instrumentów do obrotu i związana jest z przyjęciem przez emitenta określonych w regulaminie obowiązków informacyjnych oraz z zarejestrowaniem w systemie informacyjnym Catalyst.

Obowiązki emitentów sformułowane ogólnie zobowiązują ich do przekazywania informacji bieżących i okresowych, w których zawarty jest rzetelny, prawdziwy i kompletny obraz sytuacji emitenta. Zakres i forma informacji przekazywanych w formie raportów okresowych są nieco odmienne dla emitentów będących podmiotami gospodarczymi i dla jednostek samorządu terytorialnego:

- podmioty gospodarcze są zobowiązane do publikowania raportów rocznych i półrocznych (gdy emisja jest gwarantowana przez Skarb Państwa bądź Narodowy Bank Polski, raporty półroczne nie są wymagane), raport roczny powinien zawierać zaudytowane sprawozdanie finansowe, do którego dołączona jest opinia podmiotu uprawnionego do badania sprawozdań finansowych,
- jednostki samorządu terytorialnego przekazują raporty roczne w formie rocznych sprawozdań z wykonania budżetu z załączoną opinią Regionalnej Izby Obrachunkowej.

Transakcji na rynkach Catalyst mogą dokonywać podmioty posiadające status Uczestnika Catalyst, mogą się o niego ubiegać[4]:

- firmy inwestycyjne,
- zagraniczne firmy inwestycyjne,
- instytucje kredytowe,

[3] Wyjątek stanowi oferta kierowana do inwestorów kwalifikowanych lub o wartości przekraczającej 50 000 euro. Jednostki samorządu terytorialnego według ustawy o ofercie i warunkach wprowadzenia instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu z 29 lipca 2005 r. nie mają obowiązku sporządzania prospektu ani konieczności przeprowadzania procedury przed Komisją Nadzoru Finansowego.

[4] Załącznik do Uchwały nr 59/2010.

- inne podmioty spełniające wymogi określone we właściwych przepisach prawa, dające rękojmię prawidłowego wykonywania obowiązków związanych z działaniem na Catalyst.

Poza tym uczestnicy Catalyst lub podmiot, z którym uczestnik zawarł umowę o rozliczanie transakcji, są zobowiązani do posiadania statusu uczestnika rozliczającego w zakresie transakcji dokonywanych na danym rynku w ramach Catalyst, co potwierdza Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych[5]. Realizacja transakcji na wszystkich rynkach tworzących Catalyst gwarantowana jest przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych.

Polskie przepisy prawa nie nakładają na emitentów obowiązku posiadania oceny ratingowej. Jednak na rynku publicznym informacja o ratingu papierów wartościowych podnosi wiarygodność, wpływa na przejrzystość i prestiż emitenta. Dlatego emitenci, których papiery wartościowe są przedmiotem obrotu na rynkach Catalyst, dobrowolnie poddają je ocenie ryzyka, a ratingi publikowane są na stronie internetowej Catalyst.

W ramach Catalyst działają cztery rynki różniące się między sobą uregulowaniami, tak by lepiej dostosować się do wymagań i oczekiwań emitentów i inwestorów. Pierwszy podział na rynki GPW i rynki BondSpot został dokonany ze względu na wartość transakcji. Na rynkach hurtowych BondSpot minimalna wartość jednej transakcji wynosi 100 tys. PLN. Poza tym brak jest ograniczeń wahań cen, minimalna wartość transakcji pakietowych to co najmniej 50 tys. PLN, istnieje możliwość zawierania transakcji negocjowanych (*Przewodnik dla inwestorów* 2009, s. 8–9).

Różnice między alternatywnymi systemami obrotu a rynkami regulowanymi w ramach Catalyst dotyczą warunków wprowadzenia papierów do obrotu, czy szerzej procesu emisyjnego oraz uregulowań dotyczących sposobu zawierania transakcji pakietowych. Zasady notowań sesyjnych w formule rynku regulowanego i w alternatywnym systemie obrotu są takie same.

4. Ocena pierwszych miesięcy funkcjonowania rynków Catalyst

Ocena rynku po pierwszych trzech miesiącach funkcjonowania sprowadzić się może jedynie do prezentacji statystyki rynku. Brak jest okresów porównawczych czy rynków o podobnym profilu działających w Polsce czy regionie. W IV kwartale 2009 r. wartość emisji na rynkach Catalyst wyniosła 10 690 mln PLN, natomiast według danych Fitch Polska, wartość rynku papierów dłużnych wyemitowanych przez banki, przedsiębiorstwa i jednostki samorządu terytorialnego na koniec III kwartału 2009 r. wynosiła 43 mld PLN.

[5] Tamże, § 30.

Największy udział w wartości emisji mają obligacje przedsiębiorstw (ponad 6819 mln PLN), listy zastawne (2900 mln PLN), natomiast jednostki samorządu terytorialnego wyemitowały papiery dłużne na sumę 930 mln PLN.

Wartość obrotów sesyjnych wyniosła 169 mln PLN, dla porównania wartość obrotów w tym samym okresie na NewConnect wyniosła 424 mln PLN. Dużo wyższa, niemal 5 mld PLN, była wartość obrotów w transakcjach pakietowych, podczas gdy NewConnect transakcje pakietowe akcjami miały wartość nieco powyżej 16 mln PLN.

W 2009 r. uruchomiono trzy z czterech rynków Catalyst – alternatywny system obrotu na BondSpot funkcjonuje od 11 stycznia 2010 r. Pod względem wartości emisji w IV kwartale 2009 r. dominujący okazał się hurtowy rynek regulowany BondSpot (55% wartości emisji), znikomy jest udział alternatywnego systemu obrotu GPW – niecałe 1% wartości emisji.

Na rynkach Catalyst notowane (według stanu na koniec grudnia 2009 r.) są obligacje pięciu miast (Ostrowa Wielkopolskiego, Poznania, Radlina, Rybnika i Warszawy), listy zastawne PEKAO Banku Hipotecznego i BRE Banku Hipotecznego oraz obligacje korporacyjne wyemitowane przez Europejski Bank Inwestycyjny, Europejski Fundusz Hipoteczny, Electus, BGK, MCI oraz Onico.

Zakończenie

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie należy nie tylko do największych (pod względem kapitalizacji) w Europie Środkowo-Wschodniej, ale również do najbardziej innowacyjnych. Dowodem na rozwój i poszerzanie oferty jest utworzenie w 2007 r. alternatywnego systemu NewConnect, a dwa lata później systemu obrotu Catalyst, w ramach którego działają cztery rynki papierów dłużnych. Potrzeba istnienia publicznego rynku komercyjnych i komunalnych papierów dłużnych sygnalizowana była od kilku lat przez organizacje przedsiębiorców. W modelach rozwiniętych rynków kapitałowych giełdy papierów dłużnych działają z powodzeniem, a emisja obligacji jest jednym z ważniejszych źródeł finansowania. Stworzenie rynków Catalyst zwiększa szansę na dostęp do kapitału zarówno dla przedsiębiorstw, jak i dla jednostek samorządu terytorialnego. Istotne jest, że Catalyst znosi dotychczasowy nieformalny monopol banków na organizowanie emisji. Dzięki rozwojowi Catalyst, dostęp do kapitału dłużnego nie będzie uwarunkowany sytuacją finansową czy polityką finansową banków. Należy podkreślić, że Catalyst jest stworzony w sposób innowacyjny i elastyczny, cztery funkcjonujące w ramach tego systemu rynki swoimi regulacjami dostosowane są do wymagań i możliwości emitentów i inwestorów. Czynniki wewnętrzne nie są jedynymi czynnikami warunkującymi rozwój rynku, jednak przy sprzyjających czynnikach zewnętrznych (koniunktura na giełdach, odpowiedni poziom awersji do ryzyka, sytuacja gospodarcza Polski

i regionu) mają szansę stać się istotnym elementem europejskiego rynku papierów dłużnych, zwłaszcza że w Europie Środkowo-Wschodniej to jedyny taki rynek.

Bibliografia

Bień W. (2001), *Rynek papierów wartościowych,* Difin, Warszawa.
Nowak M. (1999), *Emisja papierów komercyjnych w Polsce,* Twigger, Warszawa.
Przewodnik dla inwestorów, (2009), Wydawnictwo Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa.
Uchwała nr 59/2010 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z 27.01.2010.
DzU 1995 r. 83, poz. 420, Ustawa o obligacjach z 29 czerwca 1995 r.
www.gpw.pl styczeń 2010.
www.gpwcatalys.pl styczeń 2010.
www.fitchpolska.com.pl styczeń 2010.
www.newconnect.pl styczeń 2010.

THE MARKET CATALYST IN THE STRUCTURE OF POLISH CAPITAL MARKET

Summary

The article presents the beginning of a new part of polish capital market – the bond market the Catalyst. The development of the polish capital market is a response for the increasing demand for capital from companies and municipal administration. Before the Catalyst was established the debt securities market in Poland (except the government bond market) had been dominated by banks, that not only had organized the issue but also had bought the most of bonds. Thanks the Catalyst bond issuers don't have to depended on banks' financial situation or their policy. The article presents the debt securities marketing Poland. The author focuses on the structure, regulation and advantages of the Catalyst.