



REPUTACJĘ BUDUJE SIĘ LATAMI

Z Jackiem Fotkiem, Prezesem Zarządu BondSpot S.A., rozmawia Bożenna Chlabicz

– Ostatnie lata to trudny okres dla biznesu, także dla branż związanych z rynkiem nieruchomości i finansowania nieruchomości. Wielu firmom po prostu brakuje pieniędzy.

– Po kryzysie bankowym w latach 2008-2009 znacznie ograniczyły się możliwości finansowania projektów w oparciu o kredyt bankowy. Banki znacznie zaostrzyły rygory zarówno w zakresie zabezpieczeń, jak i monitorowania ryzyka, a koszt tego źródła finansowania istotnie wzrósł. W roku 2010 nastąpiło ożywienie na rynku kredytów hipotecznych dla ostatecznych użytkowników, czyli nabywców mieszkań. Jednak w przypadku deweloperów, którzy biorą na siebie największe ryzyko tej działalności, czyli ryzyko inwestycyjne, kredyt bankowy jest znacznie mniej dostępny niż w przeszłości. Większość banków wymaga ponad 30 proc. wkładu własnego, co oznacza, że deweloper musi dysponować gotówką. Wyższe są też wymogi w zakresie przedsprzedaży mieszkań na trudniejszym przecięt rynku. Do tej pory nasz rynek nieruchomości znał tylko jeden kierunek – „w górę”. Wątpliwości dotyczyły tylko tego, czy tempo wzrostu cen będzie dwucyfrowe, czy trochę wolniejsze, a podaż nie nadążała za popytem.

– W pewnym sensie był to wyścig: czy wszystkie lokale zostaną sprzedane na etapie symbolicznej „dziury w ziemi”, czy jeszcze wcześniej – projektowania?

– Tak jest. To było bezpieczne dla deweloperów, ale nie dla klientów, nabywców mieszkań. Trochę inaczej wyglądało to w przypadku inwestycji komercyjnych, ale tendencje czy prawidłowości były podobne. Trzeba zatem stwierdzić, że obecnie znacznie podwyższone i zróżnicowane zostały wymogi w zakresie udzielania finansowania. W stosunku do okresu przed kryzysem zmniejszyła się liczba banków, które kredytują. Oprócz wkładu własnego, koszt kredytu podnosi także jego zabezpieczenie. Banki w różny sposób je wyceniają. Wśród zabezpieczeń niemal obligatoryjna jest wycena gruntu. Z reguły przyjmowana jest cena nabycia, a tylko część instytucji dopuszcza wycenę bieżącą, potwierdzoną przez rzeczoznawców nieruchomości. Często wymagane są dodatkowe zabezpieczenia, czyli weksle *in blanco*, poddanie się egzekucji itp. standardowe instrumenty bankowe, które istotnie zwiększają koszty uzyskania kredytu. W stosunku do lat ubiegłych wzrosła też marża kredytowa. Oczywiście, mamy świadomość, że rentowność np. inwestycji deweloperskich jest potencjalnie wysoka, pod jednym wszakże warunkiem – że deweloper tę marżę zrealizuje, czyli sprzeda mieszkania. Kiedy tempo sprzedaży jest inne niż w przeszłości, to nawet wysoka marża nie zmienia faktu, że ryzyko tej działalności istotnie wzrasta. Widzą to banki, ale widzą to również deweloperzy.

Zaczyna działać mechanizm zwrotny. Z jednej strony ryzyko rośnie, bo warunki rynkowe są znacznie trudniejsze, mamy w tej chwili zupełnie inny etap cyklu ekonomicznego niż w latach 2006-2008. Z drugiej – utrudnienia i wyższy koszt pozyskania kredytu powodują, że marża z działalności jest mniejsza, a ryzyko większe. Wydaje się, że żeby przezwyciężyć tę współzależność, należy rozpatrywać również pozyskanie: „a” – pieniądza, lub „b” – kapitału, w formie emisji. Jedną z podstawowych możliwości w tym zakresie jest emisja instrumentów dłużnych. Nie akcji, nie „rozwadnianie” akcjonariatu, chociaż to również długoterminowa forma pozyskania kapitału, ale właśnie emisja instrumentów dłużnych. Dług emituje się wtedy, kiedy uważa się, że wartość akcji jest przez rynek w istotny sposób niedoszacowana. Nie opłaca się wówczas sprzedawać potencjalnej wartości. W obecnym momencie emisja instrumentów dłużnych jest więc jak najbardziej ważkim sposobem pozyskania pieniądza i, potencjalnie, kapitału. Właśnie dlatego, by dla potencjalnych emitentów stworzyć warunki emisji instrumentów dłużnych, powstał system rynków Catalyst.

– Jakkolwiek naiwnie zabrzmiało kolejne pytanie – proszę o wyjaśnienie, co to jest Catalyst, na jakich zasadach działa?

– Celem Catalyst jest utworzenie nowego, zorganizowanego rynku, skupienie w jednym systemie, jednym miejscu, platform obrotu zarówno rynku regulowanego, jak i alternatywnego systemu obrotu. Powstał on z myślą o różnej skali emitentach oraz tzw. profesjonalnych, hurtowych, dużych inwestorach, lokujących często milionowe, a nawet miliardowe kwoty na rynku kapitałowym, jak również o inwestorach detalicznych. A zatem chcieliśmy stworzyć system rynków o jednakowych standardach i ramach organizacyjnych, które będą odpowiadały różnym typom emitentów i inwestorów, gdzie plasowane są instrumenty dłużne o różnej wielkości i charakterystyce. W przeciwieństwie do wcześniej istniejących emisji typu *private placement*, przyświecała nam idea zbudowania przejrzystego, płynnego rynku, zapewniającego niezależną, adekwatną wycenę notowanych na nim instrumentów. Uznaliśmy, wraz z naszym głównym udziałowcem, Giełdą Papierów Wartościowych, że może to stanowić istotny impuls dla rozwoju polskiego rynku kapitałowego, a w konsekwencji, poprzez udrożnienie sposobu pozyskania kapitału – wywołać wzrost i konkurencyjność polskiej gospodarki. Oczywiście, mówię nie o kapitale akcyjnym, ale dłużnym.

– Jakie są podstawowe cechy i struktura systemu rynków Catalyst?

– Jest to system czterech rynków w zakresie tzw. obrotu zorganizowanego. Mamy do czynienia z dwoma organizatorami handlu. Pierwszym jest Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, która prowadzi swój



rynek regulowany i alternatywny system obrotu. Segmenty te są predystynowane do animacji szeroko pojętego obrotu przez inwestorów, w szczególności inwestorów indywidualnych. Drugim podmiotem jest BondSpot (BS), który zresztą w prawie 92,5 proc. należy do Grupy Kapitałowej GPW i również prowadzi rynek regulowany oraz Alternatywny System Obrotu (ASO), predystynowane przede wszystkim do tzw. obrotu hurtowego, czyli dla inwestorów, którzy inwestują większe kwoty, a pojedyncze zlecenia są liczone minimum w setkach tysięcy złotych.

Oczywiście, ten podział jest w pewnym sensie umowny, strategiczny i nie ma ograniczeń formalno-prawnych do dokonywania transakcji o odmiennej charakterystyce. Inwestorzy potrzebują jednak miejsca, gdzie będą mogli w sposób łatwy, nieskrępowany, „obrócić papierem” na rynku wtórnym. To odróżnia inwestycje w instrumenty na rynku zorganizowanym od inwestycji typu *private placement*. Na rynku tym kupuje się, żeby trzymać do zapadalności i taki generalnie jest model inwestycyjny obligacji w Polsce. Natomiast jednym z celów powstania rynku Catalyst jest to, żeby dać inwestorowi możliwość upłynnienia instrumentu przed terminem zapadalności, czyli obrotu na rynku wtórnym. W ślad za tym idzie niezależna wycena tego instrumentu, przez popyt i podaż oraz budowa odpowiedniego *track record* przez emitentów, czyli zapewnienia, że w długim okresie na bieżąco obsługują swoje zobowiązania.

BondSpot jest więc odpowiedzialny za rynek hurtowy, Giełda Papierów Wartościowych – za szeroko pojętą strukturę rynków, szczególnie rynek detaliczny.

– Jakie są różnice między regulowanym rynkiem a ASO? Po co zostały stworzone dwa rodzaje platform rynku zorganizowanego?

– Są podobieństwa, ale przede wszystkim różnice i na to zwróćmy uwagę. Z punktu widzenia emitentów podstawową różnicą między rynkiem regulowanym, a ASO są wymogi w momencie wejścia na rynek. W przypadku rynku regulowanego, klasycznego rynku publicznego, przepisy wymagają co do zasady sporządzenia prospektu emisyjnego akceptowanego przez Komisję Nadzoru Finansowego. Z punktu widzenia emitentów takich, jak korporacje, w zasadzie nie ma tutaj wyjątków. Jedyny dotyczy emisji korporacyjnych gwarantowanych przez Skarb Państwa, gdy prospekt nie jest potrzebny. Natomiast w każdym innym przypadku podmioty prywatne – spółki prawa handlowego – muszą poddawać się prospektowej procedurze akceptacyjnej. Wtedy jest to emisja kierowana do nieograniczonej liczby inwestorów. W Alternatywnym Systemie Obrotu, w przypadku emisji kierowanej do maksimum 99 inwestorów, nie jest potrzebny prospekt. Wymagany jest jedynie dokument informacyjny wg określonego standardu regulaminami ASO.

Procedura dopuszczeniowa, zarówno GPW, jak i BS, jest podstawą do notowania instrumentów w Alternatywnym Systemie Obrotu. Różnice między nimi to inny zakres potencjalnych inwestorów i niższe wymogi z punktu widzenia regulacyjnego w zakresie wprowadzenia instrumentów. To upraszcza, czyni tańszą i przyspiesza procedurę wejścia. Stąd była potrzeba, żeby oprócz rynku regulowanego, stworzyć Alternatywny System Obrotu. Najbardziej poważna różnica dotyczy emitentów. Z punktu widzenia inwestorów sposób zawierania transakcji jest podobny. Bardziej istotny jest podział na obrót hurtowy i detaliczny, chociaż emitenci często kierują swoje emisje do wybranych grup inwestorów, bo są zainteresowani, żeby później, przy wtórnej wycenie, przeważał określony typ aktywności.

W związku z różnicami dotyczącymi wymagań wobec emitentów, na rynek regulowany trafiają głównie emisje z gwarancją Skarbu Państwa, banków hipotecznych, które z mocy prawa muszą być poddane procedurze prospektowej i, uwaga, jednostki samorządu terytorialnego – gminy, powiaty, województwa, związki tych jednostek – dlatego, że są one zwolnione z obowiązku prospektowego. Oczywiście, liczymy, że z czasem pojawiają się również emitenci prywatni, korporacje, które zechcą się poddać procedurze prospektowej i uzyskać dostęp do tego rynku.

Natomiast w Alternatywnym Systemie Obrotu notują swoje papiery przede wszystkim przedsiębiorstwa z różnych segmentów – małe i duże. Są to emisje o wartości od miliona złotych i poniżej na rynku detalicznym, do miliarda złotych na rynku hurtowym.

Przy emisji obligacji potrzebna jest uchwała właściwego organu spółki lub jednostki samorządu terytorialnego i określenie podstawowych warunków brzegowych – wartość, serie, transe, terminy wykupu, maksymalne oprocentowanie i minimalnie subskrybowana liczba, cel emisji itp. Obligacje na Catalyst są zdematerializowane, rejestrowane w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych, z nadanym im unikalnym kodem ISIN i rozliczane przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych. Czyni to obrót bezpiecznym i relatywnie tanim. To różnica przede wszystkim dla inwestorów.

– Zobowiązania emitentów nie kończą się jednak z chwilą sprzedaży obligacji.

– Oczywiście, ciężą na nich przede wszystkim tzw. obowiązki informacyjne. Podobnie, jak w przypadku emisji akcji, trzeba się poddać określonej przejrzystości i obowiązkowi raportowania. W przypadku procedury dopuszczania na rynku regulowanym jest prospekt i wynikające z niego następne obowiązki. Przy ASO jest najpierw dokument informacyjny, a później informacje bieżące i okresowe. Zgodnie z przepisami właściwego rynku, emitent musi publikować szereg informacji o swoich danych finansowych, o przepływach

gotówkowych, o bieżącej działalności gospodarczej. Można powiedzieć, że dla emitenta jest to koszt uboczny, ale w długim okresie jest to korzystne, buduje jego wizerunek, jego *track record* na rynku.

– Jakie są zatem te korzyści?

– Po pierwsze, ma znacznie szerszy dostęp do kapitału i finansowania, w okresie dłuższym niż rok. To również dla dewelopera jako emitenta podstawowa różnica. Środki pozyskane szczególnie z 3-4-letnich lub dłuższych emisji, mogą być traktowane bardziej jako surogat kapitału niż jako środki pieniężne, służące finansowaniu inwestycji.

Po drugie, poprzez przejrzystość rynków zorganizowanych, poddaje się ocenie i buduje swój wizerunek, *track record*. Buduje też wizerunek finansowy, spłacając kupony odsetkowe i kapitał. A poza tym jest to również znakomita okazja do promocji emitenta. Ponadto emisja obligacji na rynku zorganizowanym jest przez wiele podmiotów traktowana jako przygrywka do emisji akcji, chociaż bywa też na odwrót. Czasami emitenci akcji decydują się na emisję obligacji, jeżeli uznają, że to jest dla nich z różnych względów komplementarne.

Po trzecie – zwiększa się wiarygodność emitenta poprzez to, że ujawnia dużą część informacji finansowych, co, w długim terminie, obniża koszty pozyskania kapitału. Następne emisje obligacji są już mniej kosztowne. Emisji obligacji nie robi się jednorazowo. Wejście na ten rynek powoduje, że w zasadzie każdy podmiot decyduje się, że stale będzie korzystał z tego instrumentarium. Dlatego tak ważny jest element wiarygodności. Wreszcie – rynek Catalyst poszerza bazę inwestorską. Ta część inwestorów, która dotąd nie mogła lub nie była skłonna zainwestować w zobowiązania różnych podmiotów, w tej chwili ma możliwość nabycia długu emitowanego w formie obligacji przez różne segmenty i branże, w tym również branżę deweloperską.

– A jak określiliby Pan zasadnicze różnice między emisją obligacji a kredytem bankowym?

– Przy kredycie bankowym mamy do czynienia z finansowaniem w jednym miejscu. Jeżeli dana działalność jest finansowana przez jeden bank, to praktycznie od utrzymania tej linii kredytowej zależy los inwestycji, podczas gdy emisja obligacji na rynku zorganizowanym, na Catalyst, daje możliwość rozdystrybuowania potencjalnych źródeł finansowania – w przypadku ASO na początku do nie więcej niż 99 inwestorów. Jest znacznie większa dywersyfikacja i mniejsze ryzyko, że w jakimś momencie stracimy ciągłość finansowania.

Kolejna kwestia to wielkość finansowania – określana przez bank i, jak wcześniej wspomniałem, w dużej mierze uwarunkowana możliwością zabezpieczenia kredytu,

posiadania wkładu własnego, poziomem sprzedaży itd. W przypadku obligacji wielkość finansowania jest znacznie bardziej elastyczna i określana bardziej przez emitenta. Oczywiście, ogranicznikiem jest potencjalny popyt na obligacje emitowane przez niego. Natomiast to emitent ma możliwość reagowania i pozyskania większych środków oraz potencjalnie, poniesienia niższych kosztów odsetkowych w stosunku do analogicznej kwoty, którą mógłby uzyskać z kredytu bankowego.

Jak wspominałem, kredyt wymaga szeregu zabezpieczeń, które podwyższają jego koszt i ograniczają możliwości dysponowania majątkiem lub działalność inwestycyjną, podczas gdy przy obligacjach emitent sam ustala wielkość i rodzaj zabezpieczenia. Oczywiście, w zamian za koszt pozyskania tego kapitału. Wiadomo, że obligacje niezabezpieczone są tańsze na rynku, a więc koszt pozyskania kapitału jest wyższy. Obligacje zabezpieczone są droższe – koszt pozyskania kapitału jest niższy. Ale to emitent o tym decyduje, wraz z bankami czy firmami inwestycyjnymi, które pomagają w emisji. To on określa, jaki będzie najbardziej optymalny model finansowania i sposób zabezpieczenia. W skrajnym przypadku przyjmuje wariant bez zabezpieczeń emisji lub decyduje się na określone struktury zabezpieczające czy ewentualne opcje, które są wbudowane w obligacje, np. zamiana na akcje lub możliwość wcześniejszego wykupu przez emitenta.

Kredyt związany jest z bieżącą działalnością i zwalniany po realizacji pewnej części robót oraz wystawieniu faktur. Obligacja wymaga wprawdzie przejrzystości określonego celu emisji i określenia celu preferowanego, ale nie jest uwarunkowana etapami, cyklami wykonania czy stanem zaawansowania robót. I wreszcie, po stronie obligacji jest znacznie wyższa elastyczność z punktu widzenia struktury zobowiązań odsetkowych i spłaty kapitału. To emitent określa, w jakiej formie będzie realizował zobowiązanie, czy oprocentowanie będzie stałe, czy zmienne i na jaki okres zobowiązanie zaciąga. Obligacja daje też możliwość przedterminowego wykupu. Zakładamy zawsze, że najpierw płacone są odsetki, a kapitał w dniu wykupu, czyli z reguły kapitał płacony jest na końcu. Przy kredycie spłacane są transze i kapitałowe, i odsetkowe.

Reasumując, można powiedzieć, że między tymi produktami jest wiele różnic. W związku z tym, szczególnie w przypadku obligacji emitowanych na dłuższe okresy, czyli 3-5 lat i dłużej, trudno traktować je jako produkt konkurencyjny w stosunku do kredytu bankowego, a bardziej jako produkt komplementarny, dlatego, że to właśnie środki pozyskane z obligacji mogą zagwarantować niezbędny udział środków własnych emitenta, żeby kwalifikować się do finansowania kredytem bankowym np. konkretnego etapu inwestycji. Może to zatem być komplementarny sposób finansowania. Warunek wszakże jeden – nie może doprowadzić do przelewarowania, czyli



zbytniego ryzyka, emisji zbyt dużej ilości długu – czy to kredytu długoterminowego w postaci obligacji, czy krótkoterminowego w postaci kredytu bankowego. Zarówno bank, jak i inwestorzy, tego typu przelewarowanie będą oceniać negatywnie, co może spowodować spadek cen obligacji na rynku wtórnym i wzrost marży kredytowej w przypadku nowych emisji.

– No właśnie, zajmujemy się raczej zaletami, a przecież są także pewne zagrożenia i wymogi wobec emitentów obligacji.

– Rynek Catalyst to nowy, bardzo atrakcyjny, dający wiele możliwości model finansowania, ale wiążą się z nim określone wymogi, z których trzeba sobie zdawać sprawę. Po pierwsze buduje się *track record*, czyli wiarygodność i reputację na całe lata. Można ją jednak stracić w jeden dzień, np. w momencie, kiedy się o ten właśnie dzień opóźni płatność odsetkową. Po drugie – emitent poddaje się ewidentnie niezależnej ocenie, publikując informacje służące wycenie swojego długu na rynku wtórnym. I po trzecie – istotne i polecane jest poddanie się, w całości jako emitenta lub danej emisji, ratingowi, dodatkowo płatnej usłudze, która jest świadczona przez agencje ratingowe, niezależnie wyceniające ryzyko inwestycyjne danego podmiotu. Oczywiście, koszty ratingu mają znaczenie. Szczególnie jest to ważne w przypadku większych emitentów, gdzie emisje idą w dziesiątki i setki milionów. Jest to określony koszt roczny, który dany emitent musi ponieść. W pewnym sensie powiększa on koszty pozyskania środków.

Wymienione elementy są ważne dla konkretnego emitenta, ale chcę bardzo wyraźnie podkreślić, że również z punktu widzenia całej branży, dlatego że przypadek *default'u*, czyli niespłacenia swoich zobowiązań z tytułu obligacji, będzie przekreślał nie tylko wiarygodność kredytową konkretnej firmy, ale i całego sektora oraz będzie rzutował na wzrost kosztów pozyskania finansowania przez daną grupę przedsiębiorstw. Podmiotom prowadzącym rynek zorganizowany zależy, żeby obligacje, które trafiają na ten rynek, były wiarygodne i dawały inwestorom odpowiednio wycenioną, ale rzetelną stopę zwrotu. To buduje wiarygodność emitentów i całego systemu obrotu rynku finansowego. Jeszcze raz bardzo mocno podkreślę: reputację buduje się latami, ale można ją stracić w jeden dzień.

– Naszych Czytelników zainteresują zapewne informacje o kosztach związanych z emisją obligacji.

– Dla emitenta są to koszty ponoszone na rzecz podmiotów organizujących, czyli Giełdy Papierów Wartościowych, BondSpot i Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych. W przypadku emisji jednorocznej, oprocentowanej na 8 proc., o wartości 10 mln zł, niewiele przekraczają 9 punktów bazowych, czyli dziewięć setnych

procenta. Natomiast w przypadku porównywalnej emisji pięcioletniej to około 4 punktów bazowych rocznie. Jest jedna prawidłowość – im większa emisja, tym bardziej koszty rozkładają się i są proporcjonalnie niższe. Ten rynek jest najtańszy dla dużych emisji. Obecnie mamy już czterech emitentów-deweloperów, o różnej skali emisji, notowanych w systemie rynków Catalyst.

– Czy rynek Catalyst może być atrakcyjny nie tylko dla deweloperów, ale także firm budowlanych i innych związanych np. z wyposażeniem wnętrz, produkcją materiałów wykończeniowych itp.?

– Każda branża przemysłowa może tutaj mieć własny model i brać pod uwagę finansowanie w postaci kapitału z akcji, jak i kapitału z wieloletniego długu. Branża budowlana, jak wiemy, jest obciążona relatywnie wyższym ryzykiem, które wynika ze specyfiki działalności. Pierwszymi firmami, które zdecydowały się wejść na ten rynek, są deweloperzy. Prawdopodobnie z tego względu, że mają lepsze zabezpieczenia. Nie ma jednak branży, która nie mogłaby i nie powinna uwzględnić takiego sposobu finansowania.

– Jak ocenia Pan rozwój rynku Catalyst po roku istnienia?

– Istniała duża niepewność, gdy w 2009 roku Giełda Papierów Wartościowych i BondSpot przystąpiły do uruchamiania tego rynku. W tej chwili budujemy go poprzez dopuszczenie jak największej liczby emitentów. Można powiedzieć, że „zapełniamy półki sklepowe” i stwierdzam, że jest bardzo dobry klimat na rynku, a tempo napływu emitentów jest nawet wyższe niż wspólnie z koleżankami i kolegami z GPW wtedy zakładaliśmy. Rozwój w tym zakresie oceniamy pozytywnie. Liczymy też, że w ślad za rosnącą liczbą emitentów, pojawi się ze strony inwestorów naturalne zainteresowanie obrotem na rynku wtórnym. Pod tym względem jesteśmy na początku drogi.

– Czy może Pan zapewnić potencjalnych emitentów i inwestorów, że wszystkie procedury i działania ochronne są i będą przestrzegane, a rynek pozostaje bezpieczny?

– Bardzo dużą wagę przykładamy razem z GPW do tego, żeby „towar”, którym „zapełniamy nasze półki”, był jak najbardziej wiarygodny, trwały i z tego punktu widzenia procedura dopuszczeniowa jest dla nas tak istotna. Pamiętajmy jednak, że w ostateczności ryzyko kredytowe podejmuje zawsze inwestor na prostej zasadzie: im wyższa marża – tym wyższe ryzyko.

– Dziękuję za rozmowę.



Akademia **Sportu** Klubu Bankowca

**serdecznie zaprasza
do wzięcia udziału**

w IX Turnieju Par w Brydżu Sportowym

**o Puchar Związku Banków Polskich,
który odbędzie się 27 listopada 2010 roku
o godzinie 10.00 w Klubie Bankowca
w Warszawie przy ul. Smolnej 6**

patron medialny



**Finansowanie
Nieruchomości**

szczegóły dostępne na:

www.klubbankowca.pl – Akademia Sportu