

# CATALYST – NOWY RYNEK, NOWE MOŻLIWOŚCI

BOGDAN SADECKI

Obligacje to instrument często wykorzystywany przez polskie spółki, m.in. ze względu na korzyści podatkowe. Jednak jako instrument wprowadzany do zorganizowanego systemu obrotu są one bardzo rzadkie. Rozpoczęcie działania Catalysta to duży krok w rozwoju polskiego rynku obligacji.

30 września br. został uruchomiony zorganizowany rynek dłużnych papierów wartościowych Catalyst. Jest to pionierski w tej części Europy projekt i nie będzie mógł korzystać z doświadczeń innych. To przełom na krajowym rynku obligacji nieskarbowych. Jego zadaniem jest wykreowanie obligacji jako instrumentu finansowania i instrumentu inwestorskiego. Inwestorzy mogą handlować na nim obligacjami gmin, powiatów i spółek.

## Kto za tym stoi

W nazwie Catalyst (z ang. katalizator) ukryta jest nadzieja na rozwój tego atrakcyjnego i do tej pory niewykorzystanego w Warszawie segmentu rynku kapitałowego. Jest to pierwszy w Polsce i jedyny w Europie Środkowej i Wschodniej zorganizowany rynek obligacji korporacyjnych i komunalnych. Ten zespół rynków papierów dłużnych regulowanych i alternatywnych będzie prowadziła Giełda Papierów Wartościowych oraz BondSpot jej spółka zależna (dawne MTS-CeTO).

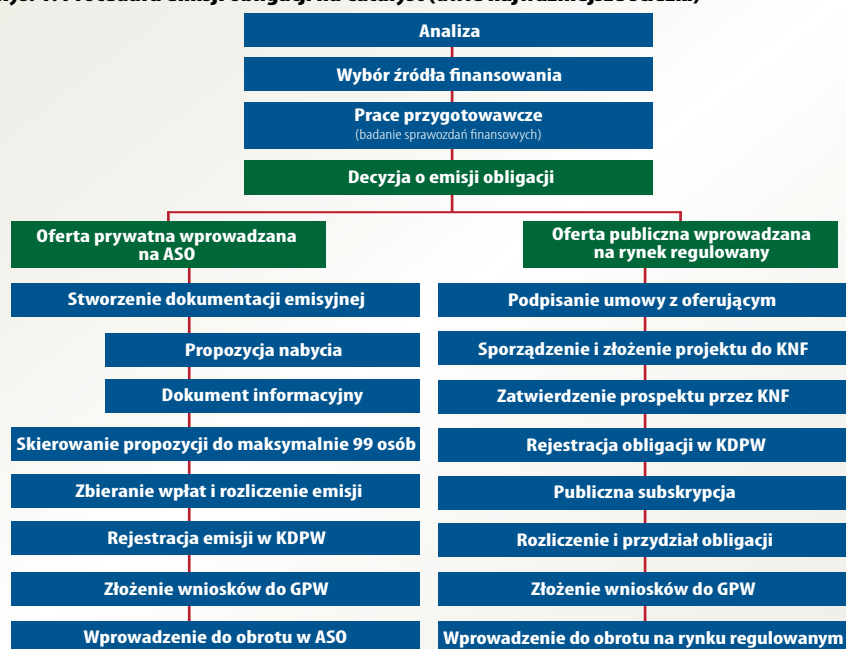
Rynek (a w zasadzie rynki) są dostosowane do emisji o różnych charakterystykach i wielkościach, także do potrzeb inwestorów: wymagających rynku regulowanego lub alternatywnego, jak i rynku detalicznego lub hurtowego. Powstała szansa dla małych i średnich spółek w zakresie skorzystania z kapitału dłużnego.

Poza debiutantami notowane są papiery emitentów już wcześniej obecnych na rynku publicznym: Europejskiego Banku Inwestycyjnego, BRE Banku Hipotecznego, Europejskiego Banku Hipotecznego, gminy Ostrów Wielkopolski, Poznania, Rybnika i Pekao Banku Hipotecznego. W pierwszym dniu funkcjonowania na GPW weszły do obrotu giełdowego nowe obligacje miasta Radlin, Warszawy i spółki Electus.

## Jak to działa

Technicznie obrót instrumentami dłużnymi odbywa się na platformach transakcyjnych GPW i BondSpot. Emitenci i inwestorzy w pierwszych dniach funkcjonowania rynku mieli do dyspozycji platformy działające jako rynki regulowane (giełdowy i pozagiełdowy). Czwarta platforma tworząca Catalyst, czyli alternatywny system obrotu prowadzony przez BondSpot, ruszy do końca 2009 r.

Rys. 1. Procedura emisji obligacji na Catalyst (dwie najważniejsze ścieżki)



Źródło: www.gpwcatalyst.pl

Głównymi instrumentami na Catalyst są obligacje komunalne i korporacyjne. Wykorzystywane platformy obrotu to WARSET (dla segmentu detalicznego), RPW, a w przyszłości Bond Vision – dla segmentu hurtowego. Dla członków i uczestników opłaty transakcyjne dla rynku regulowanego GPW i ASO GPW zostały obniżone o 50 proc. do 30 września 2010 r., a dla rynku BondSpot zniesione do 30 września 2010 r. Opłaty kwartalne nie są pobierane do końca 2009 r. za korzystanie z terminali dostępowych do RPW (BondSpot – rynek hurtowy).

### Kto może działać na Catalyst

Emitentem (*spiritus movens*) na tym rynku mogą zostać podmioty, które prowadzą działalność gospodarczą i mają osobowość prawną: spółki akcyjne i spółki z o.o., spółki komandytowo-akcyjne oraz jednostki samorządu terytorialnego (gminy, powiaty, województwa i związki tych jednostek).

Większość spółek kapitałowych w Polsce to spółki z ograniczoną odpowiedzialnością – z uwagi na niższe koszty prowadzenia. Rynek będzie otwarty także dla nich. Duże, dojrzałe już przedsiębiorstwa często nie mają w planach upublicznienia się, nie zmieniają formy prawnej na spółkę akcyjną. Poprzez Catalyst obligacje będą mogły uczestniczyć w publicznym rynku kapitałowym.

Do obrotu emitenci mogą wprowadzać następujące obligacje ze względu na przedmiot praw przysługujących obligatariuszom ([www.kdpw.pl](http://www.kdpw.pl)):

- obligacje ucieleśniające wierzytelności pieniężne (emitowane przez każdy uprawniony podmiot);
- obligacje ucieleśniające wierzytelności pieniężne i obligacje mieszane (mieszkanie obligacje prywatyzacyjne);
- obligacje z udziałem w zysku, poza dyskontem lub odsetkami – „bonus” w postaci udziału w dywidendzie;
- obligacje zamienne na akcje – emitowane jedynie przez spółki akcyjne, jednocześnie z warunkowym podwyższeniem kapitału zakładowego.

Emitenci mogą wprowadzać na rynek tylko obligacje na okaziciela (poprzez wydanie dokumentu następuje przeniesienie praw własności). Po zdecydowaniu się na emisję obligacji trzeba najpierw ustalić wielkość

TAB. 1. GŁÓWNE ZALETY OBLIGACJI

Brak obawy utraty kontroli nad spółką	Poprawa struktury bilansu i wykorzystanie efektu dźwigni finansowej	Elastyczność	Procedura i koszty przygotowawcze
Zwłaszcza w momentach dekonjunktury giełdowej wyceny są niskie, pozyskanie kapitału w odpowiedniej wysokości może wiązać się z koniecznością znacznego rozwodnienia udziałów przez dotychczasowych właścicieli. Kapitał dłużny nie wiąże się z koniecznością oddawania „władzy” w spółce.	Dług zaciągnięty w postaci emisji obligacji może mieć na celu także optymalizację struktury bilansu spółki poprzez zapewnienie odpowiednich proporcji finansowania kapitałem własnym i kapitałem obcym. Poprzez emisję papierów dłużnych przedsiębiorstwo może (pamiętając o zachowaniu bezpiecznych granic) poprawić efektywność wykorzystania kapitałów własnych.	Obligacje są o wiele elastyczniejszym źródłem finansowania niż kredyt. W praktyce udzielania kredytów banki stosują sztywne regulaminy i procedury, które nie zawsze są odpowiednie dla konkretnych potrzeb danej spółki. Zwłaszcza o ile nie mają do czynienia z wyjątkowo znaczącym klientem. W przypadku obligacji wszystko zależy od przekonania inwestorów o bezpieczeństwie danej transakcji.	Emisja obligacji wprowadzonej na Catalyst jest procesem szybkim i z reguły tańszym niż koszty pozyskania środków z kredytu bankowego.

Źródło: [www.gpwcatalyst.pl](http://www.gpwcatalyst.pl).

i warunki emisji (cel, kwotę, serię, transe, terminy wykupu, oprocentowanie, minimalną subskrybowaną liczbę). Informacje te powinny zostać zawarte w uchwale wspólników/akcjonariuszy/rady/sejmiku.

### Sposoby emisji

Kolejny krok to decyzja o sposobie emisji – oferta może przebiegać na dwa sposoby (podobnie jak na GPW):

- PUBLICZNA: wymaga prospektu, oferującego i rejestracji w KDPW przed rozpoczęciem oferty – terminy z ustawy o obligacjach;
- PRYWATNA: propozycja nabycia zawierająca szczegółowe informacje na temat emisji (dokument ofertowy zgodny z ustawą o obligacjach) – terminy zgodne z ustawą o obligacjach.

Pierwszy krok, jaki należy wykonać przy wchodzeniu na rynek Catalyst, to podpisanie określonej umowy z KDPW. Należy obowiązkowo podpisać umowę o nadanie instrumentem dłużnym kodu ISIN („kod techniczny”, bez dematerializacji) lub o nadaniu kodu ISIN i przyjęciu papierów do depozytu (uchwała KDPW w sprawie dematerializacji).

Warunki konieczne do spełnienia oraz wymagane dokumenty konieczne do złożenia, aby otrzymać autoryzację to:

- wartość emisji wg ceny nominalnej: min. 400 tys. euro;

- akt założycielski, tekst jednolity statutu, odpis z rejestru;
- informacja o ratingu (gdy został nadany);
- brak postępowania upadłościowego/likwidacyjnego;
- oświadczenie o braku toczącego się postępowania;
- wnioski o przyznanie dostępu do EBI;
- zobowiązanie do przestrzegania przepisów;
- raport o emitencie (jeśli bez zamiaru skierowania do obrotu).

Kiedy przejdzie się już te tematy, następuje skierowanie do obrotu zorganizowanego, na rynek regulowany (RR) bądź alternatywny system obrotu (ASO). Podobnie jak na innych rynkach kapitałowych, spółki mają obowiązki informacyjne. Emitentów podlegających autoryzacji (EBI) obowiązują informacje bieżące jedynie na podstawie tzw. klauzuli generalnej i raport roczny, korporacyjnych – zgodnie z obowiązującymi ich przepisami, jednostki samorządu terytorialnego – z wykonania budżetu.

Zgodnie z przepisami właściwego rynku (ESPI) emitenci dopuszczeni do obrotu na jednym z rynków regulowanych muszą udostępniać informacje bieżące i okresowe.

### Kto może być uczestnikiem

W zakresie obrotu instrumentami dłużnymi na rynku Catalyst bezpośrednią działal-

TAB. 2. NAJWAŻNIEJSZE KORZYŚCI, JAKIE DAJE CATALYST EMITENTOWI

Dostęp do kapitału i inwestorów	Zwiększenie wiarygodności	Promocja	Ułatwienie pozyskiwania kapitału w przyszłości
Docelowy obrót zorganizowany, większa przejrzystość, płynność instrumentów finansowych i ich obsługa przez KDPW może zachęcić do nabywania obligacji komunalnych przez te podmioty, które dotychczas nie nabywały takich papierów lub kupowały je od pośredników – czyli kilku banków aktywnych na rynku obligacji komunalnych.	Główną zasadą rynku publicznego jest przejrzystość i równy dostęp inwestorów do informacji. Emitent, decydując się na upublicznienie swojej emisji, realizując następnie obowiązki informacyjne, buduje swoją wiarygodność jako dłużnika na rynku finansowym.	Notowanie na Catalyście to znakomita okazja do promocji jednostki jako gminy, powiatu czy województwa aktywnego, działającego nowocześnie korzystającego z innowacyjnych instrumentów finansowych. Choć przekazywanie informacji bieżących i okresowych nie wolno łączyć bezpośrednio z działalnością marketingową, to raporty okresowe i bieżące mogą być także formą promocji.	Zwiększona wiarygodność, promocja i dostęp do inwestorów spowodują, że dana jednostka w przyszłości będzie mogła pozyskiwać środki łatwiej i szybciej oraz na korzystniejszych warunkach.

Źródło: [www.gpwcatalyst.pl](http://www.gpwcatalyst.pl)

ność mogą prowadzić podmioty posiadające status uczestnika ([www.gpwcatalyst.pl](http://www.gpwcatalyst.pl)).

Następujące kategorie podmiotów uzyska mogą uczestnictwo na rynku dłużnych papierów wartościowych spełniające wymogi określone regulacjami:

- firma inwestycyjna;
- zagraniczna firma inwestycyjna;
- instytucja kredytowa;
- inny podmiot spełniający wymogi określone we właściwych przepisach prawa, dający rękojmię prawidłowego wykonywania obowiązków związanych z działaniem na Catalyście.

Do działania dopuszczony może być podmiot, który:

- ma zezwolenie na prowadzenie działalności maklerskiej, o ile jest ono wymagane;
- daje rękojmię należytego wykonywania obowiązków związanych z jego uczestnictwem w obrocie na Catalyście;
- posiada podstawowe środki organizacyjno-techniczne wymagane do obsługi obrotu dłużnymi instrumentami finansowymi na Catalyście;
- złoży pisemny wniosek o dopuszczenie do działania.

## Zasady obrotu

Zasady obrotu na rynkach regulowanych i alternatywnych tworzących Catalyście są prawie identyczne, co oznacza, że na ASO będą obowiązywały standardy, jakie obecnie są na rynku regulowanym. Zmodyfikowano nieznacznie harmonogram notowań ciągłych na potrzeby tego

przedsięwzięcia, który będzie następujący w przypadku ASO i RR:

godz. 8.00 – 9.00	Faza przed otwarciem (przyjmowanie zleceń na otwarcie)
godz. 9:00	Otwarcie (określanie kursu na otwarciu)
godz. 9:00 – 16.20	Faza notowań ciągłych
godz. 16.20 – 16.30	Faza przed zamknięciem (przyjmowanie zleceń na zamknięcie)
godz. 16.30	Zamknięcie (określanie kursu na zamknięciu)
godz. 16.30 – 16.35	Faza przed otwarciem (przyjmowanie zleceń na otwarcie następnej sesji)

Źródło: [www.gpwcatalyst.pl](http://www.gpwcatalyst.pl)

Na ASO i RR takie same będą między innymi:

- jednostki transakcyjne – jedna obligacja;
- zasady przekazywania na GPW tabel odsetkowych;
- zasady przekazywania, konstrukcja, realizacja i rodzaje zleceń maklerskich;
- zasady przekazywania członkom ASO kart umów;
- algorytmy stosowane do wyznaczania kursów otwarcia i zamknięcia;
- zasady anulowania transakcji;
- maksymalne odchylenie wahań kursu – 3 punkty procentowe;
- dla wszystkich nominalów obligacji dokładność określania kursu wynosi 0,01 punktu procentowego;
- cykl rozliczeniowy T+2;
- minimalna wartość transakcji pakietowej – 100 tys. zł.

Modyfikacje w transakcjach pakietowych:

1. Na ASO transakcje takie można zawierać tylko w godz. 8.00–16.30, a gdy trans-

akcja ma być rozliczona w dniu jej zawarcia – w godz. 8.00–14.00 (brak możliwości zawierania transakcji po zakończeniu notowań).  
2. Na ASO maksymalne odchylenie kursu transakcji pakietowej od kursu ostatniej transakcji – 3 punkty procentowe (na RR jest to 10 proc.)

Na ASO obligacje będą notowane w dwóch grupach notowań:

- KK – obligacje korporacyjne
- KO – obligacje komunalne

## Zarabianie

Popularnym sposobem inwestowania w obligacje jest bezpośredni zakup od emitenta – bardzo często Skarbu Państwa (PKO BP – agent emisji) i przetrzymaniu ich do czasu wykupu z pobieraniem ustalonych odsetek, co jakiś czas. W niezaplanych sytuacjach możliwe jest wycofanie gotówki, zgłoszenie przedterminowego wykupu obligacji agentowi emisji. Inne obligacje (poza detalicznymi – korporacyjne (przedsiębiorstw) zazwyczaj są niedostępne dla inwestora indywidualnego na rynku pierwotnym. Obecnie można je już kupić na giełdzie i tam nimi handlować.

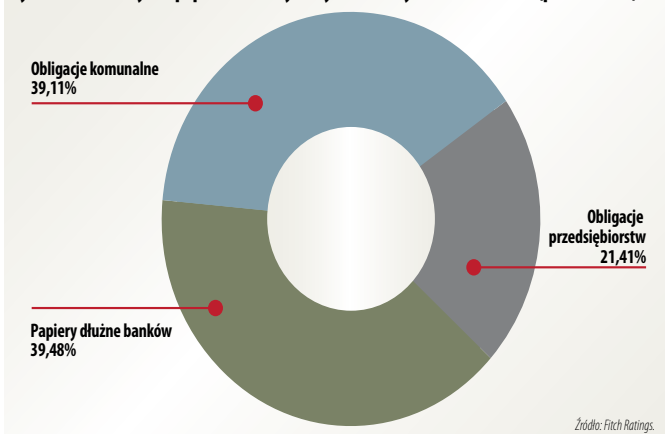
Nominalne oprocentowanie obligacji nie jest szczególnie atrakcyjne, ale można na nich zarabiać także w inny sposób, a zyski są godne uwagi. Zdarzały się okazje, co było następstwem obniżenia oficjalnych i rynkowych stóp procentowych. Na przykład do marca 2007 r. stopa referencyjna została przez Radę Polityki Pieniężnej obniżona z 7 do 4,25 proc. Takich okazji w ostatnich latach bywało sporo i z pewnością nie zabraknie ich także w przyszłości.

Prowizje maklerskie są podstawowym kosztem zawierania transakcji obligacjami. Są one niższe niż w przypadku akcji lub innych instrumentów finansowych, ale jednak mocno zróżnicowane w poszczególnych biurach maklerskich. Różnice wynoszą od 0,15 do 0,39 proc. (od 3 do 5 zł). Warto przeanalizować oferty biur maklerskich, gdy inwestor zamierza być aktywny na rynku obligacji.

## Podsumowanie

Obligacje to instrument często wykorzystywany przez polskie spółki, m.in. ze względu na korzyści podatkowe. Jednak jako instrument wprowadzany do zorganizowanego systemu obrotu są one bardzo rzadkie. Rozpoczęcie działania nowego rynku to istotny krok w rozwoju polskiego rynku obligacji.

Rys. 2. Struktura rynku papierów dłużnych wyemitowanych w II kw. 2009 r. (pow. 365 dni)



Przed władzami samorządowymi, zarządami stawia się konkretne cele dobrego gospodarowania, a także zarządzania, inicjowania zmian pozytywnie widocznych dla podmiotu w dłuższym czasie. Władze samorządowe powinny przede wszystkim podejmować działania efektywne finansowo. Możliwość korzystania z funduszy unijnych jeszcze bardziej zwiększyła potrzebę pozyskiwania środków finansowych na wkłady własne inwestycji.

Zachodzące zmiany doprowadziły do tego, że w Polsce powoli przyjmuje się instrument finansowy – obligacje komunalne emitowa-

ne przez publiczne jednostki samorządu lokalnego. Należą do tzw. nieskarbowych papierów dłużnych. Emitowane są przez jednostki samorządowe lub ich spółki (miasta, gminy, związki gmin zakłady komunalne itp.) w PLN. Celem jest pozyskanie środków finansowych bezpośrednio z rynku pieniężnego, częściej kapitałowego.

Mają datę wykupu, oprocentowanie/zysk inwestora. Kapitał pozyskany z nich zostanie przeznaczony na ważne gospodarczo i społecznie przedsięwzięcia infrastrukturalne. Na bankructwo gminy czy miasta szanse są tylko teoretyczne. Mechanizmy demokracji polskiej nie przewidują wywłaszczenia posiadaczy obligacji i brak wykupu wyemitowanych w ten sposób papierów wartościowych.

Obligacje komunalne są pewnym instrumentem finansowym, co jest następstwem charakteru ich emitenta – samorządu terytorialnego. Ich rentowność jest wyższa niż obligacji Skarbu Państwa. Zobowiązania z tytułu obligacji oraz odsetek od nich zostaną pokryte na pewno. Podsumowując, należy stwierdzić, że jednostki samorządu terytorialnego wykorzystują coraz częściej obligacje jako instrument rynku finansowego. Rynek obligacji komunalnych należy uznać za postępujący, z którego korzysta coraz więcej samorządów.

Obligacje korporacyjne są od lat obecne na GPW, ale jest ich niewiele. Teraz już liczba emisji obligacji wprowadzanych do zorganizowanego obrotu powinna znacząco wzrosnąć.

Atrakcyjnie wygląda z perspektywy szybkości procedury alternatywny system obrotu, ponieważ nie wymaga sporządzania protokołu i postępowania przed KNF. ■

ROADSHOW POLSKA
 V-th ANNUAL OUTSOURCING FORUM

- POLAND AS EUROPEAN KNOWLEDGE PROCESS OUTSOURCING CENTER

GŁÓWNY PARTNER MEDIALNY

PATRONI INSTYTUCJONALNI

13 STYCZNIA 2010, WARSZAWA

W programie omówimy następujące tematy:

- Szanse Polski na przyciągnięcie inwestycji w Knowledge Process Outsourcing (KPO)
- Ograniczenia sektora Business Process Outsourcing (BPO) w Polsce z punktu widzenia korporacji oraz z perspektywy Rządu, samorządów, uczelni i branży BPO
- Miejsce Polski w sektorze BPO za 3 lata
- Outsourcing funkcji Państwa? Za i przeciw

Dodatkowo:

- Rozdanie nagród Forbes'a za rok 2009
- Prezentacja wyników badania Roadshow, PATIIZ, E&Y i Forbes dot. zainteresowania branżą BPO w Polsce
- Wystąpienie GOŚCIA SPECJALNEGO
- Wieczorny koktajl z atrakcjami

WE WSPÓLPRACY Z

ORGANIZATOR

PATRONI MEDIALNI

SZCZEGÓŁOWE INFORMACJE: [WWW.ROADSHOWPOLSKA.PL](http://WWW.ROADSHOWPOLSKA.PL)

KONTAKT EMAIL: [info@roadshowpolska.pl](mailto:info@roadshowpolska.pl), [conferences@roadshowpolska.pl](mailto:conferences@roadshowpolska.pl), tel : 022 498 92 77, 022 357 09 77