

# ZESZYTY PBR – CASE

## 26

Instrumenty dłużne na polskim rynku

Warszawa 1997

Fundacja Naukowa CASE



Polski Bank Rozwoju S.A.



Fundacja Naukowa CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych  
00-585 Warszawa, ul. Bagatela 14

Polski Bank Rozwoju S.A.  
00-675 Warszawa, ul. Koszykowa 54

Copyright by: Fundacja Naukowa CASE i Polski Bank Rozwoju S.A.

Opracowanie tekstów: Grażyna Gierszewska  
Zofia Fidyk-Kowalska  
Opracowanie graficzne: Agnieszka Bury

ISSN 1233-121X

**MEDIABANK**  
 **S.A.**

Wydawca:  
AWiM MEDIABANK S.A., 00-640 Warszawa, ul. Mokotowska 17

Oddano do druku w kwietniu 1997 r. Nakład 600 egz.

## SPIS TREŚCI

G. Gierszewska:	WPROWADZENIE .....	4
A. Foltyn:	USTAWA O OBLIGACJACH.....	7
M. Jagiełło-Szostak:	DOŚWIADCZENIA NA RYNKU SKARBOWYCH PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH ORAZ BARIERY I PERSPEKTYWY ROZWOJU W PRZYSZŁOŚCI.....	11
A. Bartos:	OBLIGACJE ZAMIENNE – EURORYNEK ORAZ STAN I PERSPEKTYWY W POLSCE ROZWOJU RYNKU OBLIGACJI ZAMIENNYCH.....	15
G. Gierszewska:	PODSUMOWANIE DYSKUSJI .....	21

## WPROWADZENIE

Zeszyty PBR – CASE nr 26 prezentują wystąpienia panelistów oraz dyskusję na temat instrumentów dłużnych na polskim rynku finansowym.

Problematyka ta była już poruszana przy okazji dyskusji nad zagadnieniami długu publicznego. Instrumenty dłużne to część rynku pieniężnego, rynku aktywów płynnych, którego funkcje można określić następująco:

- alokacja zasobów,
- utrzymanie płynności,
- transformacja terminów zapadalności aktywów i pasywów,
- kontrola podaży pieniądza przez ministerstwo finansów i bank centralny.

Instrumenty dłużne występują w różnych postaciach: weksli komercyjnych i handlowych, depozytów bankowych, instrumentów rynku kapitałowego o terminie zapadalności do 1 roku, bonów pieniężnych Narodowego Banku Polskiego, obligacji o różnych terminach płatności.

Na polskim rynku instrumentów dłużnych dominują instrumenty wyemitowane przez Skarb Państwa. Wartości nominalne tych instrumentów wyemitowanych na rynku wynoszą: 26 mld PLN dla bonów skarbowych i 16 mld PLN dla obligacji skarbowych. W latach 1995/1996 pojawiło się wielu nowych emitentów głównie przedsiębiorstw oraz miast i można prognozować dalszy wzrost zainteresowania tymi instrumentami jako źródłem pozyskiwania kapitału. Obligacje stanowią bowiem alternatywę dla kredytu bankowego.

Seminarium prowadzili Piotr Kazimierczyk z Polskiego Banku Rozwoju S.A. i Grażyna Gierszewska z Fundacji Naukowej CASE. Do udziału w panelu zaproszono przedstawicieli Ministerstwa Finansów, Giełdy Papierów Wartościowych i Komisji Papierów Wartościowych oraz ekspertów z Polskiego Banku Rozwoju S.A.

Andrzej Fołtyn, doradca Przewodniczącego Komisji Papierów Wartościowych, zaprezentował istotę regulacji zawartych w ustawie o obligacjach i możliwości jakie stwarza ona dla rozwoju rynku instrumentów dłużnych.

Magdalena Jagiełło-Szostak, doradca ministra i naczelnik Wydziału Skarbowych Papierów Wartościowych w Ministerstwie Finansów, będąca także członkiem Rady Giełdy Papierów Wartościowych

w Warszawie, przedstawiła doświadczenia na rynku skarbowych papierów wartościowych oraz bariery i perspektywy ich rozwoju w najbliższej przyszłości.

Andrzej Bartos, zastępca dyrektora Departamentu Rynków Kapitałowych w Polskim Banku Rozwoju S.A., scharakteryzował rynek obligacji zamiennych, jego stan i możliwości ewolucji oraz rozwoju w najbliższej przyszłości a także w perspektywie dalszego otwierania polskiego rynku finansowego.

Wystąpienia panelistów spotkały się z żywym zainteresowaniem zgromadzonych gości. Dyskusja była długa, padło wiele pytań pod adresem prezydentów poszczególnych problemów. Podejmowano różnorodne problemy, często daleko wykraczające poza ramy tematyczne seminarium. Prognozowano rozwój rynku instrumentów dłużnych i zmiany jakie będą zachodziły po wprowadzeniu nowych regulacji dotyczących obligacji, zmian procedur i sposobów obrotu na rynku kapitałowym.

Wypowiedzi panelistów i dyskutantów zostały spisane i opracowane przez Zofię Fidyk-Kowalską i Grażynę Gierszewską z Fundacji Naukowej CASE. Wszystkim w imieniu organizatorów: Fundacji Naukowej CASE i Polskiego Banku Rozwoju S.A. serdecznie dziękuję za udział w seminarium i szybką autoryzację tekstów.

*Grażyna Gierszewska*

LISTA GOŚCI obecnych NA SEMINARIUM PBR – CASE dnia 12.09.96 r.

Aranowski Andrzej	Towarzystwo Ubezpieczeń i Reasekuracji PARTNER SA
Baczko Tadeusz	Instytut Nauk Ekonomicznych PAN
Balcerowicz Ewa	Fundacja Naukowa CASE
Bartos Andrzej	Polski Bank Rozwoju SA
Dobosiewicz Zbigniew	Prywatna Wyższa Szkoła Handlowa
Drewicz-Tulodziecka A.	Ministerstwo Finansów
Drygalski Jerzy	BMF Capital
Eggink Raimondo	ABN AMRO Bank (Polska)
Fidyk-Kowalska Zofia	Fundacja Naukowa CASE
Foltyn Andrzej	Komisja Papierów Wartościowych
Gawron Piotr	Powszechny Bank Gospodarczy S.A.
Gierszewska Grażyna	Fundacja Naukowa CASE
Gołajewska Marta	Narodowy Bank Polski
Grubman Alicja	Narodowy Bank Polski
Grudziński Mieczysław	Competition Development Center Ltd
Horbaczewski Sławomir	Bank Handlowy S.A.
Jabłoński Piotr	ING Bank
Jach Ryszard	IB Austria Securities (Warsaw) S.A.
Jagiełło-Szostak Magdalena	Ministerstwo Finansów
Jaszczolt Krzysztof	USAID/RHUDO
Kantecki Antoni	Fundacja Edukacji i Badań Bankowych
Kazimierczyk Piotr	Polski Bank Rozwoju S.A.
Komendolowicz Sebastian	Bank Rozwoju Eksportu S.A.
Kopyrski Andrzej	Deutsche Bank Polska
Kowalski Ryszard	Bank Śląski w Katowicach S.A.
Lewandowski Dariusz	Główny Inspektorat Nadzoru Bankowego NBP
Lee Michael	USAID/RHUDO
Lipka Wojciech	Związek Banków Polskich
Lutik Beata	ING Bank
Marcinek Anna	Bank Handlowy S.A.
Odziński Krzysztof	Bank Światowy
Olechowska Krystyna	Miesięcznik „BANK”
Osiński Jacek	Narodowy Bank Polski
Pawłowicz Leszek	Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową
Reed David T.	PADCO INC.
Rzeszutek Tadeusz	Polski Bank Rozwoju S.A.
Sikora Sławomir	Powszechny Bank Kredytowy S.A.
Słojewska Anna	„Rzeczpospolita”
Solarz Jan	Narodowy Bank Polski
Soldek Andrzej	ING BSK AM S.A.
Stasiak Danuta	Narodowy Bank Polski
Stoecker Otmar	Verband deutscher Hypothekenbanken
Szczepański Piotr	ING Bank
Szpunar Piotr	Narodowy Bank Polski
Sztetyłło Aleksandra	USAID / PEDS Gemini Project
Toland Malcolm	USAID PEDS Gemini Project
Wąsowicz Marek	Uniwersytet Warszawski
Węgrzyniak Bartłomiej	Nicom Consulting
Wilk Ewa	Narodowy Bank Polski
Witul Andrzej	„Parkiet”
Wolf Tomasz	„Nowe Życie Gospodarcze”
Zaręba Jadwiga	Bank Przemysłowo Handlowy S.A.
Żuchowska Monika	Narodowy Bank Polski
Żukowski Paweł	IBP Bank

# USTAWA O OBLIGACJACH

*Andrzej Foltyn<sup>1</sup>*

Ustawa o obligacjach obchodziła już właśnie swój pierwszy rok istnienia i w związku z tym można pokusić się o kilka refleksji na jej temat.

Na początku, w pierwszej fazie przygotowywania ustawy o obligacjach, podczas spotkań z udziałem przedstawicieli sektora finansowego, a także dyskusji w gronie fachowców uważano, że nie jest to dobry pomysł, aby uruchamiać taki instrument dłużny. Jeszcze w początkowym okresie po przyjęciu ustawy o obligacjach przez sejm nie prorokowano obligacjom zbyt długiego żywota. Twierdzono, że ustawa ta jest zbyt wymagająca dla emitentów. Uczestniczący w pracach legislacyjnych w sejmie posłowie stanęli przed trudnym dylematem pogodzenia różnych interesów. Z jednej strony były to interesy emitentów, dążących do możliwości szerokiego pozyskiwania kapitału na rynku na cele rozwojowe. Z drugiej strony istniała konieczność zabezpieczenia interesów nabywców obligacji lokujących swoje pieniądze w dłużne papiery wartościowe. Sposób zabezpieczenia środków ulokowanych przez obligatariuszy musiał być przede wszystkim pewny.

W momencie uchwalania ustawy istniało wiele różnych koncepcji, dotyczących sposobu zabezpieczenia interesów nabywców obligacji. Dwa z tych rozwiązań były nie tylko najbardziej sensowne, ale miały również wielu zwolenników. Jedna z nich mówiła, że jedyną instytucją, która może zabezpieczyć depozytariuszy jest instytucja banku reprezentanta. (ta koncepcja została później przyjęta w ustawie). Drugą koncepcją było wdrożenie rozwiązań przedwojennych, czyli przyjęcie możliwości wypowiedzania się w zakresie działalności emitenta przez

zgromadzenie ogólne obligatariuszy. Posłowie oceniający różne sposoby zabezpieczenia obligatariuszy stwierdzili, że instytucja zgromadzeń obligatariuszy jest od strony technicznej zbyt skomplikowana. Ostatecznie zdecydowano się na utworzenie ich ustawowego przedstawiciela w postaci banku reprezentanta.

Pragnę następnie wspomnieć o jednej istotnej zmianie, która została wprowadzona przez posłów. Mianowicie, w toku prac legislacyjnych przeformułowano definicję obligacji jako papieru wartościowego – definicję, którą w przedłożeniu do prac sejmowych zaproponowała strona rządowa. Ta zmiana stała się wkrótce mankamentem tej ustawy. W porównaniu do poprzednich regulacji, definicja obligacji jako papieru wartościowego zawarta w obowiązującej ustawie jest definicją nowoczesną. Pozwala na emitowanie obligacji z jakimkolwiek świadczeniem niepieniężnym. To świadczenie może mieć formę oprocentowania, dyskonta. Świadczenie może mieć też formę trzech szczególnych świadczeń dodatkowych, które przewidziała ustawa: a więc udziału w zyskach emitenta, obligacji zamiennych na akcje i obligacji z prawem pierwszeństwa. Oprócz tych 3 szczególnych typów świadczeń ustawa dopuszcza jakiegokolwiek inne świadczenia niepieniężne, które oczywiście są zgodne z polskim systemem prawa.

Natomiast w porównaniu z poprzednią definicją, bardzo wąską i niezbyt jasną, nie wprowadzono do pojęcia obligacji ograniczenia związanego z terminem wymagalności tego papieru wartościowego. W chwili obecnej obligacja jest każdym instrumentem finansowym, w którym emitent stwierdza istnienie długu, i w którym wobec obli-

gatariuszy zobowiązuje się do dokonania jakiegoś świadczenia. Natomiast brak jest w tej definicji pojęcia terminu wymagalności. Z tego powodu również krótkoterminowe papiery z terminem wymagalności nawet poniżej jednego roku są, w rozumieniu ustawy o obligacjach, właśnie obligacjami. Jest to poważny problem. Wiele banków sygnalizowało, że może z powodu braku rozgraniczenia na krótko- i długoterminowe obligacje dojść do poważnych trudności w operowaniu instrumentami dłużnymi.

Łączenie czy wręcz pomieszczenie rynku pieniężnego z rynkiem kapitałowym prowadzi do niewątpliwie ujemnych skutków w funkcjonowaniu obligacji jako papieru wartościowego. Należy podkreślić, że w przedłożeniu rządowym i w zamiarze Komisji Papierów Wartościowych, która konstruowała projekt tej ustawy, było rozgraniczenie tych dwóch rynków i ograniczenie samej obligacji tylko do rynku kapitałowego. Obligacje miały być też związane z terminem wymagalności, który nie powinien być krótszy niż 1 rok. Taką opinię wyrażali przedstawiciele Komisji Papierów Wartościowych podczas prac legislacyjnych w Sejmie.

W związku z różnymi sygnałami z rynku, które odbiera KPW, chciałbym zwrócić uwagę na kilka może bardziej szczegółowych zagadnień związanych z obligacjami. Po pierwsze: chciałbym powiedzieć o pojęciu emisji i o prógach dojścia emisji do skutku. Mamy dwa podstawowe typy obligacji, uwzględniając kryterium sposobu zabezpieczenia obligacji. Tym pierwszym typem jest oczywiście obligacja niezabezpieczona w rozumieniu ustawy. Jest to obligacja, co do której emitent nie zdecydował się do ustanowienia żadnych zabezpieczeń, ustanowił zabezpieczenia tylko częściowo, bądź też zdecydował się na ustanowienie zabezpieczeń nie w takich formach w jakich przewidziano je w ustawie.

Drugim typem jest obligacja zabezpieczona całkowicie, w której emitent musi ustanowić stu procentowe zabezpieczenia. Zabezpieczenie obejmuje w tym przypadku zarówno kwotę wierzytelności podstawowej jak również świadczenie związane z tą obligacją. Ustawodawca enumeratywnie wymienił formy tego zabezpieczenia: zastaw, hipotekę, zabezpieczenia Skarbu Państwa, gwarancje za-

bezpieczenia dokonywane przez bank (pod warunkiem, że są to silne banki, których kapitały własne wynoszą co najmniej 10 mln ECU) i oczywiście zabezpieczenia gmin dla obligacji komunalnych.

W związku z tymi dwoma formami obligacji, które mogą egzystować na gruncie prawa, rodzi się pytanie o próg dojścia emisji do skutku. W przypadku obligacji zabezpieczonych całkowicie emitent ma swobodę kształtowania tego progu emisji, a więc swobodę kształtowania widełek emisji obligacji. Emisje mogą być kształtowane w dowolnym przedziale – od 0 do 100% i próg dojścia emisji do skutku może być regulowany swobodnie w tym zakresie przez emitentów obligacji zabezpieczonych oczywiście w ramach rozsądnego rachunku ekonomicznego. Natomiast w przypadku obligacji niezabezpieczonych ten próg dojścia emisji do skutku został ustalony przez ustawodawcę na 80%. Można zapytać, czy nie jest to próg zbyt wysoki? Należy jednak pamiętać, że ustawodawca silnie powiązał samą obligację z celami, dla których realizacji ona służy. Jednym z istotnych, może najważniejszych elementów obligacji jest wyznaczenie celów, które będą realizowane za pośrednictwem emisji obligacji. W związku z tym ustawodawca doszedł do przekonania, że musi być zagwarantowana wysoka ilość środków finansowych uzyskanych z rynku na realizację tych celów. Określił, że takim progiem, przy którym można jeszcze mówić o możliwości spełnienia celów określonych w obligacji jest próg 80%.

Z pojęciem dojścia emisji do skutku niewątpliwie wiąże się pojęcie emisji w serii. Obligacja jest papierem wartościowym emitowanym w serii. Równocześnie nie ma prawnych definicji emisji i serii. W przypadku obligacji, ten podział jest istotny, bowiem cała emisja zgodnie z Ustawą o obligacjach musi gwarantować równe prawa wszystkim obligatariuszom. W związku z tym, nawet jeżeli emisja jest dzielona na serie, to te serie muszą gwarantować równe prawa obligatariuszom. Z drugiej strony, jeśli mowa o subskrypcji obligacji, to również mowa jest o terminie subskrypcji dla całej emisji tychże papierów wartościowych. W przypadku tych obligacji, które są w publicznym obrocie, termin wynosi 3 miesiące. W przypadku obligacji emitowanych w sposób nie pu-



---

bliczny jest to termin 12 tygodniowy. W związku z tym są to terminy równoważne. Nie mniej jednak w tym terminie subskrypcji obligacji musi się również zawrzeć termin subskrypcji poszczególnych serii. Jest to istotne i warto o tym przy emitowaniu tego rodzaju papierów wartościowych pamiętać.

Kolejnym zagadnieniem, które wzbudziło bardzo szerokie kontrowersje, była emisja obligacji zamiennych na akcje i rodzące się z tym problemy prawne, których nie rozstrzygnęła w sposób czytelny Ustawa o obligacjach. W przypadku emitowania obligacji zamiennych na akcje ustawa o obligacjach ma zastosowanie. Łącznie z przepisami kodeksu handlowego w ustawie o obligacjach ustawodawca stwierdził, że w uchwale o emisji obligacji zamiennych należy przewidzieć wyłączenie dotychczasowych akcjonariuszy z prawa poboru nowych akcji. W związku z tym obligacje zamienne na akcje powinny być przyjmowane większością 4/5 głosów, a więc quorum przewidzianym także w przypadku wyłączenia prawa poboru dla dotychczasowych akcjonariuszy. Natomiast od strony prawnej można przyjmować, że emisja obligacji zamiennych na akcje jest w istocie podwyższeniem także kapitału akcyjnego i to podwyższeniem widelkowym w przedziale od 0 do 100%.

Ukształtowana praktyka sądów rejestrowych wskazuje, że w przypadku podwyższenia widelkowego dochodzi praktycznie do podjęcia dwóch uchwał przez spółki akcyjne: pierwszej uchwały, w której podejmuje się decyzję o podwyższeniu kapitału akcyjnego i określa próg emisji oraz drugiej uchwały przesądzającej w jakiej wysokości kapitał akcyjny zostanie podniesiony. W przypadku obligacji zamiennych na akcje nie można z góry ustalić w jakim stopniu ten kapitał akcyjny w spółce akcyjnej zostanie podniesiony i w związku z tym powstają problemy przy zamianie obligacji na akcje. Niewątpliwie można uniknąć części trudności jeśli w warunkach emisji, zostanie określony tylko jeden i to bardzo krótki termin na zamianę obligacji na akcje. W ten sposób dojdzie faktycznie do jednorazowej podwyższenia kapitału akcyjnego.

Można przewidywać, że takich problemów od strony prawnej procesu rejestracyjnego nie będzie. Wiemy jed-

nak, że tego typu uchwały i tego typu instrument finansowy nie będzie wzbudzał szerszego zainteresowania na rynku. Istotą zainteresowania instrumentami dłużnymi na rynku jest to, że zamiany można dokonywać w chwili dogodnej dla inwestora, tj. w chwili, kiedy stwierdzi, że bardziej opłaci mu się zamiana obligacji na akcje niż czekanie na jej wykup.

Zarząd spółki jest zobowiązany w wypadku przedstawienia obligacji do zamiany, zbierać tego typu oświadczenia i przedstawiać je w terminach, które wynikają z artykułu 17 Kodeksu Handlowego, tj. w terminach 14 dniowych. Termin 14 dniowy jest zastrzeżony przez Kodeks Handlowy dla tych czynności, które podlegają odnotowaniu w rejestrach handlowych. W tym okresie zarząd, o ile stwierdzi, że zaistniał fakt, który podlega rejestracji powinien tego dokonać.

Kolejne pytanie: co powinien zrobić sąd rejestrowy po złożeniu takiego oświadczenia do rejestru? Czy czekać aż do końcowego terminu wykupu obligacji czy do końcowego terminu zamiany obligacji na akcje i po tym terminie dopiero podnieść kapitał akcyjny w spółce? Wiadomo, że tego typu działanie spowoduje, że zamiana obligacji na akcje w skutkach prawnych będzie daleko odroczone. Będzie ona bowiem skutkowała dopiero od momentu podwyższenia kapitału w rejestrze handlowym. W związku z tym do tego czasu nie będzie możliwości obracania tego typu akcjami. Druga koncepcja mówi, że sąd rejestrowy systematycznie dokonuje podwyższenia kapitału akcyjnego w okresach zgłaszania oświadczeń przez zarząd. Muszę powiedzieć, że do dzisiaj ten problem nie jest rozwiązany. Nawet w przypadku emisji obligacji zamiennych na akcje, które już zostały zarejestrowane w sądzie. Nie mniej jednak pozwolę sobie powiedzieć, że w oparciu o pewne informacje nieformalne, które krążą po rynku i z pewnych danych pochodzących z sądów rejestrowych docierających do Komisji Papierów Wartościowych, że sądy zdecydują się jednak na etapowe podwyższanie kapitału akcyjnego w spółkach. Umożliwi to faktyczny obrót tymi akcjami, czyli zostanie spełniony najważniejszy warunek atrakcyjności tego instrumentu dłużnego dla inwestorów.

---

Ostatni problem, o którym chciałem powiedzieć to pewien wyjątek dotyczący papierów wartościowych w ustawie o obligacjach. Ustawodawca nie powiązał definicji obligacji z terminem jej wymagalności, ale istnieje w prawie o publicznym obrocie papierami wartościowymi zapis dotyczący papierów wartościowych, których termin jest krótszy niż rok. Mianowicie w rozporządzeniu Rady Ministrów, które określa niektóre przypadki proponowania papierów wartościowych nie stanowiących publicznego obrotu w rozumieniu prawa, są wymienione krótkoterminowe papiery wartościowe, które można oferować w sposób publiczny określony (art. 1 Ustawy o publicznym obrocie papierami wartościowymi) bez zgody Komisji Papierów Wartościowych. Istnieje przy tym warunek notyfikacji Komisji o zamiarze emisji tego typu papierów wartościowych czyli o zawiadomieniu na 7 dni przed planowaną sprzedażą. Ten wyjątek obejmuje też obligacje.

W związku z tym w zakresie emitowania obligacji krótkoterminowych możliwe jest oferowanie ich w sposób publiczny pod warunkiem notyfikacji Komisji o zamiarze emisji tego typu papierów wartościowych. Oznacza to, że nie będzie automatycznego obowiązku wprowadzania tego typu papierów wartościowych do publicznego obrotu co stanowi niewątpliwie duży koszt dla emitentów, podraża całą emisję i powoduje pewne niedogodności związane z obrotem tym instrumentem. Pamiętajmy jednak, że również przy tego typu emisjach emitent musi zachować warunki o jakich mowa w ustawie o obligacjach, a więc musi w trybie publicznym ujawnić: cele związane z emisją papierów wartościowych, swój stan finansowy, sprawozdania finansowe w zakresie wymaganym przez ustawę.

---

<sup>1</sup> Andrzej Foltyn jest doradcą Przewodniczącego Komisji Papierów Wartościowych

# DOŚWIADCZENIA NA RYNKU SKARBOWYCH PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH ORAZ BARIERY I PERSPEKTYWY ROZWOJU W PRZYSZŁOŚCI

*Magdalena Jagiełło-Szostak<sup>1</sup>*

Polski rynek kapitałowy jest rynkiem bardzo młodym, właśnie obchodzimy małą rocznicę pięciolecia jego funkcjonowania. De facto jednak upływa 7 lat od rozpoczęcia subskrypcji pierwszej pożyczki po II wojnie światowej, po ponad 40 latach przerwy. Była to 60-cio procentowa wewnętrzna pożyczka państwowa wyemitowana w 1989r. i właśnie we wrześniu rozpoczęła się sprzedaż, która trwała 3 miesiące. W ten sposób rynek skarbowy papierów wartościowych wyprzedził w pewien sposób położenie podwalin pod rynek kapitałowy, który obchodzi zaledwie piątą rocznicę.

Na przykładzie kolejnych emisji skarbowych papierów wartościowych oferowanych przez Ministerstwo Finansów można prześledzić rozwój tego rynku – począwszy od emisji tradycyjnych, organizowanych w systemie istniejących fizycznie dokumentów do pełnej dematerializacji emisji, którą mamy de facto w tym roku (tj. w 1996r.). Równocześnie poprzez te 7 lat można prześledzić obecność emitenta instrumentów dłużnych – od emisji organizowanych ad causam, okazjonalnie jako jednorazowych przedsięwzięć, do osiągnięcia takiego stanu rozwoju, kiedy emitent jest stale obecny na rynku finansowym w obydwu jego segmentach: rynku pieniężnego i rynku kapitałowego. W tym drugim przypadku oznacza to znaczną częstotliwość ponawiania emisji papierów wartościowych, w celu zapewnienia sobie stałego dostępu do środków oferowanych przez ten rynek.

Wydaje się, że doświadczenia, które mógł zebrać minister finansów, jako emitent bonów skarbowych i obligacji skarbowych w pełni potwierdzają słuszność kierunku rozwoju rynku kapitałowego przyjętego dla w Pol-

sce przez ustawodawcę. Rynek kapitałowy ma swój formalny kształt w rozwiązaniach ustawy prawa o publicznym obrocie.

Rynek skarbowych papierów wartościowych od początku rozwijał się jako dwa, zdecydowanie zróżnicowane segmenty: rynek instrumentów krótkoterminowych – do 1 roku, a więc bony skarbowe i rynek obligacji pożyczek państwowych – instrumentów, dla których również granicą jest 1 rok, ale w chwili obecnej wynosi on nawet do lat 10-ciu.

W momencie powstania Ustawa o publicznym obrocie nie obejmowała swoim zasięgiem papierów do jednego roku. Papiery te pozostawały, w pierwszym kształcie nadanym tej ustawie w 1991r., poza zakresem regulacji, a tym samym poza jurysdykcją Komisji Papierów Wartościowych i de facto były one oferowane poza strukturami domów maklerskich. W pewien sposób pozwoliło to na oddolne kształtowanie się rynku skarbowych papierów wartościowych. Z jednej strony emitent był mniej związany w swoich działaniach, z drugiej strony musiał sam, razem z rynkiem poszukiwać standardów dla wspólnych rozwiązań.

W tej sferze bardzo istotna była współpraca Ministerstwa Finansów i Narodowego Banku Polskiego co najmniej z dwóch powodów: bony skarbowe były bowiem przez długi okres podstawowym instrumentem finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu na rynku krajowym. Natomiast NBP dążył do tego, aby bony skarbowe mogły się stać efektywnym instrumentem prowadzenia polityki monetarnej. Ponadto należy zwrócić uwagę, że

---

właśnie na tym instrumencie zdobywali pierwsze doświadczenia uczestnicy rynku kapitałowego – przede wszystkim tacy profesjonalni inwestorzy jak duże banki.

Potrzeby, zarówno stałego dostępu do środków pieniężnych związane z koniecznością zapewnienia płynnego finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu, jak i konieczność wypracowania pewnych standardów zapewniających płynny rozwój rynku wtórnego, spowodowało konieczność przyjęcia określonych regulacji i zasad działania. Ten obecny kształt rynku, który funkcjonuje dopiero od roku, a więc od momentu wprowadzenia emisji zdematerializowanej dla bonów skarbowych, został wypracowany wspólnie przez Ministerstwo Finansów i Narodowy Bank Polski przy znacznym udziale przyszłych pożyczkodawców i użytkowników tego instrumentu.

W przypadku obligacji sytuacja rozwinęła się nieco inaczej. Możemy traktować emisję obligacji z 1989 r., a więc tą pierwszą sprzedawaną z dyskontem, jako obligacje zerokuponowe. Obligacje 60% wewnętrznej pożyczki państwowej oraz obligacje zamienne na akcje prywatyzowanych przedsiębiorstw stanowią rodzaj pewnych incydentów, które pozwoliły w sposób empiryczny na rynku kapitałowym odczuć wszystkie wady związane z emisją organizowaną w sposób tradycyjny. Były to doświadczenia związane zarówno z administrowaniem rynkiem pierwotnym, jak i z tym, co w przypadku instrumentów dłużnych jest częstokroć o wiele bardziej istotne, mianowicie z kontaktem z inwestorem na rynku wtórnym oraz w momencie realizacji świadczeń przez emitenta. Te doświadczenia były niewątpliwie negatywne, ale pokazywały stronę kosztową i stronę administracyjną tego procesu. Ujawniły się i inne zagrożenia dla inwestorów, takie jak: niebezpieczeństwa związane z brakiem możliwości prawidłowego rozliczenia emisji, możliwość fałszerstw i podrabiania obligacji. Zidentyfikowanie tych problemów spowodowały w konsekwencji przyjęcie odmiennego trybu wypuszczania obligacji – przy kolejnych emisjach pożyczek państwowych, które w sposób systematyczny rozpoczęły się w 1992 r., w ramach dematerializacji deponowano odcinków zbiorowych, (wówczas jeszcze zwanych zbiorczymi) w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych.

Ministerstwo Finansów jest obecne od 1992 r. na rynku kapitałowym, przy czym adresuje swoją ofertę nie tylko do dużych inwestorów instytucjonalnych, a więc do banków czy też pojawiających się funduszy powierniczych, ale również konsekwentnie kieruje swoją ofertą do sektora gospodarstw domowych. Doświadczenia ostatniego okresu pokazują, że bardzo istotną jest kwestia infrastruktury i w tym obszarze należy szukać barier i ograniczeń dalszego rozwoju rynku nie tylko papierów skarbowych. Emisja akcji stała się już poniekąd operacją zestandaryzowaną i na tyle często dokonywaną, że zarówno organizujące ją biura maklerskie, jak i potencjalni emitenci mają ją przećwiczoną w praktyce, co oznacza, że praktycznie nie zdarzają się przykre niespodzianki. Nie można przy tym zapominać, że jest to operacja o charakterze jednorazowym. Natomiast emisja obligacji, zwłaszcza obligacji, które mają kupon wypłacany kilkakrotnie w okresie ich życia, powoduje konieczność znalezienia, stworzenia a następnie utrzymania odpowiedniej infrastruktury organizacyjnej. Infrastruktura ta: po pierwsze, powinna być dostępna potencjalnym inwestorom i zlokalizowana oraz niezbyt od nich odległa oraz zorganizowana w sposób możliwie przyjazny; po drugie, musi funkcjonować na tyle sprawnie, ażeby dotrzymywała wysokich standardów bezpieczeństwa.

Obligacją, która stanowi taki przykład doświadczalny jest obligacja 3 letnia z kuponem wypłacanym co 3 miesiące. Od 1992 r. liderem konsorcjum dla kolejnych pożyczek oferowanych w tzw. sieci detalicznej jest PKO SA. Na początku było około 200 punktów, w których była prowadzona sprzedaż, w tej chwili liczba miejsc, w których można nabywać obligacje a następnie dokonywać innych czynności związanych z obsługą i wykupem obligacji i pożyczek państwowych przekroczyła 500 miejsc na terenie całego kraju.

Liczba ta rośnie proporcjonalnie do wzrostu liczby punktów obsługi klienta biur maklerskich w całym kraju. Jednak jeżeli spojrzymy na mapę, widzimy, że biura maklerskie powstają przede wszystkim w dużych ośrodkach miejskich. Mniej więcej 50% przypada na takie tereny jak Warszawa, Gdańsk, Kraków, Katowice i aglomeracje

z nimi związane. Oznacza to, że emitent pragnący wykorzystać sieć biur maklerskich de facto nie ma możliwości dotrzeć ze swoją ofertą o ile decyduje się kierować ją do osób fizycznych – do ludności. Nie ma możliwości oferowania swoich obligacji na terenie całego kraju. W celu usprawnienia emisji należałoby zastanawiać się nad wykorzystaniem innych niż biura maklerskie podmiotów, wówczas powstaje jednak kwestia koordynacji współpracy pomiędzy jednostkami tak wyspecjalizowanymi jak biura maklerskie i możliwością skorzystania np. z oddziałów poczty.

Z drugiej strony można też powiedzieć, że istnieje pewna korelacja pomiędzy lokalizacją środków kapitałowych będących do pozyskania a miejscami gdzie pojawiają się biura maklerskie. Najciekawszą obserwacją jaką poczyniliśmy prowadząc badania ankietowe za pośrednictwem COBOSu była następująca korelacja. Jeśli w danym mieście istnieje biuro maklerskie, niezależnie od tego czy oferuje ono obligacje pożyczek państwowych, czy też nie jest członkiem konsorcjum, wśród mieszkańców tego miasta wzrasta ogólny poziom wiedzy o rynku kapitałowym. Można więc powiedzieć, że sama obecność biura maklerskiego w danym miejscu powoduje kształcenie przyszłych inwestorów. Być może należałoby zadać kolejne pytanie, a co ważniejsze spróbować na nie odpowiedzieć: czy to biuro maklerskie poprzez manifestowanie swojej obecności w danym ośrodku miejskim, czasami bardzo małym, prowadzi na własny rachunek akcję edukacyjną, czy też następuje proces odwrotny czyli: biuro maklerskie podąża tam, gdzie już są potencjalni klienci tego biura zapewniający możliwość utrzymania się tej placówki. Wniosek jaki się nasuwa to możliwość wykorzystywania, tak jak dotychczas, sieci biur maklerskich przy emisji obligacji, a nie oddziałów bankowych, które nie prowadzą usług maklerskich.

Aktualnie najpoważniejszym dylematem, przed jakim stanie zarządzający długiem publicznym, jest problem czy rynek skarbowych papierów wartościowych nadal ma być organizowany począwszy od rynku pierwotnego i dopiero później należy przechodzić do rynku wtórnego jako jednego z segmentów rynku kapitałowego funkcjonującego na zasadach ogólnych.

Nie bez znaczenia jest fakt, że minister finansów jako emitent korzysta z pewnych preferencji. Skarbowe papiery wartościowe są z mocy prawa dopuszczone do publicznego obrotu i w tym wypadku nie jest wymagane dla rynku pierwotnego sporządzenie np. prospektu emisyjnego. Ministra finansów nie dotyczą również obowiązki informacyjne, jakie ciążyą na innych emitentach papierów dopuszczonych do publicznego obrotu. Pomimo tych preferencji w 1992r. podjęto świadomą decyzję, że minister finansów, w celu wsparcia rynku kapitałowego będzie starał się przestrzegać obowiązujących na nim standardów. Stąd pojawił się na rynku pierwotnym prospekt emisyjny. Stąd też w taki sposób jaki jest to możliwe do wykonania w przypadku emitenta państwowego, wykonywane są obowiązki informacyjne i stąd rynek wtórny obligacji pożyczek państwowych zlokalizowany jest na giełdzie papierów wartościowych. Można powiedzieć, że ta obecność ministra finansów jako prawie normalnego emitenta na rynku kapitałowym przyczyniła się do jego znacznego rozwoju.

Z drugiej jednak strony nie można nie dostrzegać, że centralizacja obrotów rynku wtórnego na giełdzie papierów wartościowych, a przede wszystkim istniejące systemy rozliczeń dla rynku wtórnego, powodują de facto brak płynności rynku obligacji państwowych.

Spróbujmy porównać sposób organizacji rynku obligacji zamiennych i rynek bonów skarbowych, który został wyłączony spod prawa o publicznym obrocie właśnie na zasadzie zgłoszenia do Komisji Papierów Wartościowych. Rynek ten jest: po pierwsze, rozliczany przez Narodowy Bank Polski, a po drugie, jest oddolnie organizowany przez samych jego uczestników łącznie z efektywnością i z płynnością rynku obligacji pożyczek państwowych.

Nasuwa się pytanie: gdzie należy szukać przyczyn, że te rynki są tak różne. Papiery tego samego emitenta, nie różniące się w sposób istotny okresem zapadalności takie jak: bony 52 tygodniowe i obligacje roczne oparte na inflacji w tak odmienny sposób funkcjonują na rynku kapitałowym. Jedni obwiniają o to zbyt skomplikowane procedury, a więc wymóg pośrednictwa biura maklerskiego, przymus giełdowy i związaną z tym konieczność

---

przesunięcia tych operacji z pionów treasure w bankach do kooperacji z biurem maklerskim. Inni dają wyraz swojemu przekonaniu, że winne są procedury rozliczeniowe Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych, które powodują taką sytuację, że rzeczywisty okres utrzymania inwestycji, w stosunku do okresu rozliczeniowego, a więc okresu dysponowania środkami przez zbywcę i nabywcę papieru na rynku wtórnym, potrafią różnić się do 3 dni. Odpowiedzią na ten dylemat, w przypadku ministra finansów, jest możliwość, którą zresztą potwierdza i legalizuje nowy projekt Ustawy Prawo o publicznym obrocie, wprowadzenia systemu ewidencji i rozliczeń rynku wtórnego skarbowych papierów wartościowych poza systemem Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych. Lokalizacja tego systemu ewidencji i rozliczeń jest możliwa w Narodowym Banku Polskim tak jak ma to

miejsce w przypadku Centralnego Rejestru Bonów Skarbowych. Jest szansa do wykorzystania przez emitentów. Natomiast wydaje się, że w takim przypadku emitenci będą musieli, chcąc dokonywać emisji publicznych, zastanowić się nad sposobem organizacji rynku wtórnego. Chyba truizmem jest stwierdzenie, że nie można myśleć o rynku pierwotnym i o dostępie do tańszego kredytu nie zapewniając tej jedynej marzy, która różni instrument dłużny sekurytyzowany od kredytu konsorcjalnego, jakim jest kwestia płynności.

---

<sup>1</sup> Magdalena Jagiełło-Szostak jest Naczelnikiem Wydziału Skarbowych Papierów Wartościowych w Ministerstwie Finansów i doradcą Ministra Finansów. Jest także członkiem Rady Giełdy Papierów Wartościowych.

## OBLIGACJE ZAMIENNE – EURORYNEK ORAZ STAN I PERSPEKTYWY ROZWOJU W POLSCE

*Andrzej Bartos<sup>1</sup>*

W swoim wystąpieniu pragnę przybliżyć bardzo konkretny typ obligacji, a mianowicie obligacje zamienne na akcje. Jest to instrument, który najbardziej ekscytuje użytkowników rynku papierów dłużnych w ostatnim okresie, w związku z tym ta dyskusja wydaje się być jak najbardziej na czasie.

Zacznę od przybliżenia obecnej sytuacji na światowym rynku kapitałowym w kontekście tego, co się na nim dzieje w sferze obligacji zamiennych. Pierwsza rzecz, którą można zaobserwować to są bardzo korzystne warunki do emitowania i do obrotu obligacjami zamiennymi. Potwierdzają to dane z rynków kapitałowych dotyczące wartości emisji w ostatnich latach. Jakże są przyczyny tak dobrej koniunktury dla obligacji zamiennych, jakie warunki ekonomiczne przyczyniły się do wzrostu wartości emisji tych obligacji w ciągu minionych kilku lat? Połączyły się tutaj dwa kierunki rozwoju rynków kapitałowych i stworzyły korzystny klimat dla obligacji zamiennych. Po pierwsze, nastąpił bardzo duży wzrost cen akcji na najważniejszych rynkach papierów wartościowych w ostatnich latach, głównie na rynku amerykańskim, ale także europejskim, w tym angielskim i niemieckim. Z drugiej strony zbiegło się to z bardzo niskim, w niektórych krajach wręcz rekordowo niskim, poziomem stóp procentowych. To spowodowało oczywiście, że obligacja zamienna stała się jeszcze bardziej korzystnym instrumentem dla emitentów niż dotychczas. Wynika to z faktu, że są tu dwa podstawowe elementy obligacji – z jednej strony kupon, a z drugiej strony uzyskiwana premia konwersji. Kupon może być minimalny, czy powiedzmy mniejszy niż to było możliwe wcześniej, natomiast premia konwersji (z uwagi na rosnące rynki

akcji) może być większa. Mechanizm jest prosty – jeżeli nabywcy papierów wartościowych zgadzają się, że rynek akcji będzie nadal miał tendencję rosnącą, to jest to równoznaczne z tym, że widzą możliwość korzystnej zamiany obligacji na akcje.

Z jednej strony, widzimy więc, że jest to sytuacja bardzo korzystna dla emitentów. Z drugiej strony, wzrost kursów akcji spowodował, że zamiana na akcje znacznej części obligacji zamiennych, wyemitowanych w poprzednich latach, znajdujących się w obrocie, stała się opłacalna. W związku z tym fundusze, w szczególności fundusze specjalizujące się w inwestowaniu w obligacje zamienne po prostu opróżniły swoje portfele i dokonały zamiany znajdujących się w obiegu obligacji na akcje. Z kolei emitenci, widząc spadające stopy procentowe, wykorzystali możliwości jakie dają opcje przypisane do obligacji (w przypadkach w których takie opcje były). Tego rodzaju operacje na rynkach kapitałowych dokonywane na szeroką skalę spowodowały, że ilość tych wcześniej wyemitowanych obligacji znajdujących się w obiegu, znacznie się zmniejszyła. W wyniku tego powstały wolne środki finansowe w funduszach inwestujących w tego typu papiery wartościowe. Mamy więc do czynienia z sytuacją, która jest niezwykle sprzyjająca rozwojowi rynku obligacji zamiennych, co potwierdzają informacje o nowych emisjach na rynku.

Cechą rynku obligacji zamiennych na świecie, która jest również istotna dla polskich emitentów to brak konieczności uzyskiwania ratingu. Rynek obligacji zamiennych, w przeciwieństwie do innych segmentów rynku instrumentów dłużnych, może szeroko otwierać swoje podwoje dla emitentów, którzy nie posiadają ratingów inwe-

stycyjnych. Wiemy wszyscy jak ważne znaczenie ma rating dla przeprowadzania emisji obligacji czy innych instrumentów dłużnych, a w szczególności tych długoterminowych. Jak pokazują dane z 1995 r. trochę inaczej wygląda sytuacja na rynku obligacji zamiennych. Tutaj inwestorzy są zdecydowanie bardziej chętni zaakceptować emitenta, który nie posiada ratingu inwestycyjnego. W 1995 roku 71% emitentów obligacji zamiennych na rynkach światowych nie posiadało ratingu inwestycyjnego.

Warto zwrócić uwagę na zmiany w strukturze geograficznej emitentów. Generalną zmianą, najbardziej widoczną jest to, że na światowe rynki obligacji zamiennych mają coraz większy dostęp i coraz szerzej korzystają z nich emitenci z emerging markets, tj. rynków nowopowstających. Grupy emitentów obligacji zamiennych stają się coraz bardziej różnorodne. Przykładowo w latach 1990-95 większość emisji było przeprowadzanych przez instytucje finansowe i przedsiębiorstwa z krajów Azji Dalekowschodniej, w tym głównie z Japonii. Nadal duży udział w tym rynku ma Europa – w latach 1990-95 – 38% obligacji zamiennych pochodziło od emitentów z krajów europejskich. Znaczny udział mają ciągle emitenci amerykańscy. Rynek obligacji wyraźnie się jednak zmienia, pojawia się coraz więcej emitentów z krajów dynamicznie rozwijających się – z subkontynentu indyjskiego, z Ameryki Łacińskiej, z Azji Południowoschodniej. Nowi emitenci wchodzi na ten rynek chcąc skorzystać z dobrej koniunktury.

Rozwój światowego rynku obligacji zamiennych jest argumentem przemawiającym za tym, że szanse na rozwój tego instrumentu istnieją zarówno w Polsce jak i innych krajach Europy Środkowo-Wschodniej. Emitenci z tych krajów stają się tą następną grupą, na którą zaczyna zwracać się szczególną uwagę na globalnych rynkach finansowych. Nieco inaczej niż struktura geograficzna emitentów wygląda struktura emisji obligacji zamiennych pod kątem walut, w których są one emitowane. Niewątpliwym „królem” wśród walut jest dolar amerykański, w którym w 1995 r. wyemitowano aż 54% wszystkich obligacji. Innymi ważnymi walutami są funt brytyjski – 14% wartości emisji, frank szwajcarski – 12%, frank francuski – 8%, jen – 5%, pozostałe waluty ok. 7%.

Nie można jednak na te wszystkie waluty patrzeć jednakowo. Dolar amerykański to nie tylko emisje obligacji dokonywane w Stanach Zjednoczonych. Jest to waluta, w której denominowane jest gros europejskich emisji czy emisji na eurorynku obligacji zamiennych. Co ważniejsze dolar amerykański stanowi walutę, po którą sięgają najczęściej emitenci z emerging markets. Zasięg innych walut jest znacznie mniejszy – zarówno franki jak i funty czy jeny są to z reguły waluty przypisane do emitentów z krajów rodzimych.

Swoistym, specyficznym rynkiem jest szwajcarski rynek obligacji zamiennych, który, jak już wspomniałem, ma duży udział w całości emisji obligacji zamiennych na świecie. Jest on specyficzny dlatego, że na tym rynku emitowane są obligacje z krajów pozaeuropejskich. Chętnie korzystają z tego rynku inwestorzy japońscy oraz inni z Dalekiego Wschodu. Jest to rynek niszowy, na którym akceptowane są mniejsze emisje niż na eurorynku czy rynku światowym, na przykład emisje rzędu 20 czy 30 milionów dolarów. Cechą charakterystyczną szwajcarskiego rynku obligacji jest także i to, że na tym rynku okres wykupu jest z reguły krótszy niż na innych rynkach. Rynek ten oferuje bardzo niskie stopy procentowe – kupon płacony przez emitentów jest bardzo niski. To jest również ważna przyczyna, dla której emitenci chętnie korzystają z tego rynku.

Szeregując obligacje zamienne według struktury terminów wykupu obligacji zamiennych na rynkach światowych wyraźne są pewne prawidłowości i ciekawe zależności. Przede wszystkim widać bardzo duże i postępujące różnicowanie terminów wykupu obligacji. Największą popularnością cieszą się obligacje o terminie wykupu od 6 do 10 lat, które np. w r. 1993 stanowiły mniej więcej połowę wszystkich wyemitowanych obligacji. Są też na rynku światowym obligacje o terminie wykupu powyżej 26 lat i o terminach wykupu bardzo krótkich od jednego roku do pięciu lat. Rynek obligacji zamiennych staje się coraz bardziej otwarty na każdego rodzaju nowości.

Tak krótko można scharakteryzować trendy na rynkach światowych obligacji zamiennych. Przechodząc do tego co się dzieje w Polsce, należy zaznaczyć, że



---

emitowanie obligacji zamiennych umożliwiła dopiero ustawa o obligacjach z dnia 29 czerwca 1995 r., która weszła w życie w sierpniu 1995 r. Od razu po opublikowaniu treści ustawy i jej wejściu w życie widać było ogromne zainteresowanie obligacjami zamiennymi przede wszystkim ze strony emitentów, którzy dostrzegli w tym instrumencie bardzo ciekawy sposób pozyskiwania kapitału. Zainteresowanie i niezaprzeczalne zalety obligacji zamiennych, w szczególności dla emitentów, ale nie tylko, bo również dla inwestorów, nie spowodowały jednak lawiny emisji. Do tej pory zostały przeprowadzone dwie emisje obligacji zamiennych, a przynajmniej tylko o dwóch donosiły środki masowego przekazu. Nad czterema dalszymi trwają intensywne prace. Kilku dalszych emitentów rozważa możliwość wyemitowania obligacji zamiennych. Myślę, że nie ma co tutaj omawiać szczegółów tych 6-ciu misji, które albo już zostały przeprowadzone, albo nad którymi trwają prace. Są to emisje Optimusa, Fabryki WYROBÓW Frotowych i Kocowych – Zwoltex, Mostostalu – Zabrze, Uniwersalu, Betonstalu i KPBP. Są to przypadki dostatecznie rozpoznane i opisane.

Ze swojej dalszej analizy wyłaczylbym Zwoltex, ponieważ trudno liczyć na rozwój rynku obligacji zamiennych w przypadku emitentów, których akcje nie znajdują się w publicznym obrocie, obrocie giełdowym lub pozagiełdowym. Rozwój rynku obligacji zamiennych jest możliwy tylko na rynku, na którym mamy do czynienia z pewną płynnością i ustalaniem ceny akcji na zasadach rynkowych. Problem leży bowiem w tym, że jest trudno znaleźć odnośnik co do właściwej ceny zamiany, gdy akcje nie znajdują się w obrocie giełdowym. Z tego powodu emisja obligacji Zwoltexu została przeprowadzona jako pierwsza, a mimo to nie spotkała się z tak szerokim zainteresowaniem jakiego oczekiwano właśnie dlatego, że opcja zamiany obligacji na akcje w tym przypadku jest trudna do wyceny, ze względu na brak możliwości określenia wartości akcji.

Z pozostałych pięciu wskazanych tu emisji obligacji zamiennych cztery mają bądź będą miały charakter niepubliczny, pomimo że ich emitenci są spółkami publicznymi, których akcje znajdują się w obrocie na rynku kapita-

lowym. Należy, w związku z tym postawić pytania: dlaczego dopuszcza się takie emisje obligacji, czy jest to wariant pozytywny czy negatywny i czy w takim kierunku będzie się dalej rozwijał rynek czy też nie? Myślę, że pierwszą, najważniejszą sprawą, na którą trzeba zwrócić uwagę w przypadku emitentów publicznych, jest problem czy tego rodzaju emisje powinny być dopuszczane i czy powinny się odbywać.

Myślę, że w tej kwestii należałoby nawiązać do intencji ustawodawcy, bowiem zgodnie z ustawą o publicznym obrocie nowe emisje akcji spółek publicznych powinny być emisjami o charakterze publicznym. Zwracam na to uwagę, gdyż emisja obligacji zamiennych z uwagi właśnie na swój charakter ma na celu podwyższenie kapitału akcyjnego. To wskazywałoby z kolei, że, zgodnie z intencją ustawodawcy, również emisje obligacji zamiennych spółek znajdujących się w publicznym obrocie powinny mieć charakter publiczny. Przemawia za tym również fakt, że jest to pewien instrument, za pomocą którego można przejąć kontrolę nad firmą omijając wymogi informacyjne, o których mówi ustawa o publicznym obrocie. Kupując duży pakiet obligacji zamiennych i potem zamieniając go na akcje można stać się w skrajnie korzystnym (dla nabywcy) przypadku posiadaczem 75% całego kapitału akcyjnego, omijając rygory, które nakłada ustawa.

Inna równie ważna kwestia związana z emitowaniem obligacji zamiennych to płynne wprowadzanie akcji, będących wynikiem zamiany obligacji niepublicznych, do obrotu giełdowego. Może się to okazać problematyczne. Jedynym sposobem jest wprowadzanie ich na rynek partiami – tak jak będą kolejno rejestrowane. W przypadku publicznej emisji obligacji i dopuszczenia od razu wszystkich obligacji, będących przedmiotem zamiany na akcje do obrotu na giełdzie, może nie być pożądanej płynności. Wprowadzanie zaś akcji będących przedmiotem zamiany powinno odbywać się w sposób płynny, odpowiadając oczekiwaniom inwestorów.

Inną cechą polskich obligacji zamiennych jest ich krótki termin wykupu w porównaniu ze standardami obowiązującymi na rynkach światowych. Jeśli popatrzymy

---

na strukturę rynku tych obligacji, to najdłuższy termin wykupu wynosi pięć lat. Myślę, że termin wykupu to jest bolączka całego rynku papierów dłużnych w Polsce, bo nawet instrumenty skarbowe mają maksymalny termin wykupu 10 lat. W związku z tym trudno byłoby oczekiwać zarówno od emitentów, a w szczególności od inwestorów zainteresowania dłuższymi niż 3 – 5 letnimi obligacjami zamiennymi. Wynika to chociażby z braku porównywalnych stóp procentowych, które są konieczne dla odpowiedniej wyceny obligacji zamiennych – brak tych porównywalnych stóp w przypadku papierów długoterminowych uniemożliwia wycenę długoterminowych obligacji zamiennych.

Kolejną specyfiką polskiego rynku obligacji zamiennych jest wyraźna tendencja w kierunku przypisywania do obligacji kuponu w stałej wysokości. Z jednej strony jest to pożądane przez inwestorów, a z drugiej zaś – stanowi dla emitentów poważne zagrożenie w sytuacji ciągle spadających stóp procentowych na naszym rynku (miejmy nadzieję, że ta tendencja zostanie utrzymana, bo z wielu innych powodów jest ona bardzo korzystna dla rynku finansowego). Emitenci mają niechęć do ponoszenia ryzyka zbyt dużego spadku stóp procentowych. To ryzyko można oczywiście ograniczać przypisując do obligacji na przykład opcję call. Z tych pięciu obligacji, o których mówiłem, właściwie tylko obligacje Mostostalu Zabrze będą miały kupon oparty o zmienną stopę procentową, tj. o rentowność bonów skarbowych.

Perspektywy rozwoju rynku obligacji zamiennych w Polsce nie są jasne, gdyż istnieje wiele barier, mających głównie podłoże regulacyjne. Podstawowymi z nich są, wcześniej już wskazane przez mojego przedmówcę, bariery tkwiące w nie do końca jasnych regulacjach prawnych, w szczególności dotyczących sposobu przeprowadzania konwersji na akcje i zasad rejestracji tego częściowo podwyższonego kapitału akcyjnego w sądach rejestrowych. Praktyka światowa wskazuje, że najbardziej rozwija się rynek obligacji zamiennych z opcją amerykańską, a więc takie, które umożliwiają zamianę w dowolnym terminie, tj. w całym okresie życia obligacji można dokonać ich zamiany na akcje. Zainteresowanie tego typu obligacjami jest zrozumiałe, ponieważ taka dowol-

ność terminu wymiany w znaczący sposób zwiększa wartość obligacji zamiennej.

W związku z tymi oczekiwaniami, w Polsce również należałoby umożliwić emitowanie tego rodzaju obligacji – być może zmian można dokonać poprzez praktykę, być może konieczne są pewne zmiany legislacyjne. Chodzi o wdrożenie rozwiązań umożliwiających emitentom obligacji zamiennych oraz inwestorom jak najsprawniejsze przeprowadzanie konwersji na akcje. Taka praktyka w dużej mierze warunkuje, jak wskazują doświadczenia światowe, o powodzeniu emisji obligacji.

Drugą stroną emisji obligacji jest wtórny rynek tych papierów. Gdyby większość obligacji zamiennych było dopuszczanych do publicznego obrotu to powstaje kwestia notowań tych papierów. Możliwe jest rozwiązanie tego problemu poprzez stworzenie odpowiedniego systemu notowań obligacji zamiennych na Giełdzie Papierów Wartościowych. Sprawa wydaje się pozornie prosta, ale tak nie jest, gdyż obecnie znane systemy notowań, a więc: system ciągły, który został ostatnio wprowadzony czy system jednolitego kursu dnia nie zapewniałyby odpowiedniej płynności dla tego typu instrumentu finansowego. Obligacje zamienne nigdzie na świecie nie są instrumentem o najwyższej płynności, stąd problem stworzenia adekwatnego dla tego papieru wartościowego systemu notowań na giełdzie.

Barierą rozwoju rynku obligacji zamiennych, o której już wspominałem, jest brak rynku długoterminowych papierów dłużnych. Uniemożliwia to zastosowanie odpowiednich, porównywalnych stóp procentowych i powoduje wiele trudności przy emisji obligacji zamiennych z dłuższym terminem wykupu. Na rynek obligacji zamiennych ma też oczywiście negatywny wpływ wciąż wysoki i zmienny poziom inflacji, co z kolei utrudnia wycenę obligacji zamiennych, przy przypisaniu do nich stałych kuponów. Z tych powodów, jak się wydaje, rynek obligacji zamiennych w Polsce rozwija się bardzo powoli. Wraz ze zmniejszaniem się inflacji, nastąpi rozwój długoterminowych instrumentów dłużnych, w tym również obligacji zamiennych z coraz dłuższymi terminami wykupu.

Nie do przecenienia dla rozwoju rynku instrumentów dłużnych jest też odpowiednia baza inwestorów – szczególnie inwestorów krajowych zainteresowanych obligacjami zamiennymi. Wiadomo, że chociażby ze względu na swoją skomplikowaną strukturę i budowę, obligacja zamienna nie jest instrumentem, który znajdzie duże zainteresowanie wśród tych drobnych inwestorów indywidualnych. Tego rodzaju papiery wartościowe zostały stworzone z myślą o inwestorach instytucjonalnych, którzy właśnie ze względu na charakter tego typu instrumentów powinni być zainteresowani w ich nabywaniu. Myślę, że ta bariera jest możliwa do przełamania. Notuje się dopływ nowych funduszy inwestycyjnych. W Komisji Papierów Wartościowych pojawiają się wnioski kolejnych towarzystw funduszy powierniczych. Rozpoczęły działalność już dwa takie fundusze, a dwa inne przygotowują się do rozpoczęcia funkcjonowania – to jest baza do tworzenia się rynku inwestorów instytucjonalnych

Z drugiej strony bardzo dużym zainteresowaniem powinny się cieszyć obligacje zamienne w bankach. Przyczyna jest prosta – obligacje zamienne umożliwiają swoisty *hedging* pozycji na rynku akcji, zabezpieczając przed spadkiem cen. Mianowicie, można czerpać korzyści z rosnącego rynku akcji, który będzie znajdował odzwierciedlenie w cenach obligacji zamiennych. Jednocześnie praktycznie nie ma ryzyka straty na tym rynku, przy zachowaniu ochrony pewnej minimalnej wartości obligacji zamiennych wynikającej tylko z elementu czystego długu znajdującego się w tych obligacjach. Banki są więc potencjalną grupą inwestorów, którzy powinni być zainteresowani rynkiem obligacji zamiennych i inwestowaniem w tego typu instrumenty dłużne.

Pozytywnym elementem, który powinien wpływać na rozwój rynku obligacji zamiennych są oczywiście bardzo dobre wyniki polskiej gospodarki w ostatnim okresie, w szczególności dynamiczny wzrost sektora prywatnego i związane z tym duże potrzeby inwestycyjne na rozwój, poprawę konkurencyjności, wchodzenie na nowe rynki itd. Realizacja tych zamierzeń i celów pociąga za sobą duże potrzeby kapitałowe, z tego powodu emitenci szukają i będą szukali jak najefektywniejszych dla nich struktur finansowania. Wydaje się, że

wykorzystując cechy obligacji zamiennych, właśnie one mogą stać się jedną z ulubionych metod finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych dynamicznie rozwijających się firm prywatnych.

Obligacje zamienne są również instrumentem jakby stworzonym specjalnie dla tworzenia nowych struktur gospodarczych – dokonywania fuzji i przejęć, czy w ogóle przeprowadzania konsolidacji firm przemysłowych w Polsce. Procesy te nie występują jeszcze na dużą skalę, ale należy oczekiwać nadejścia takiej fali – łączenia, nabywania przedsiębiorstw, wtedy wykorzystanie tego instrumentu, jakim są obligacje zamienne, powinno się intensyfikować.

Pozytywnie wpływa na rozwój rynku instrumentów dłużnych stabilna waluta, stabilność w tym obszarze zmniejsza ryzyko inwestowania w polskie instrumenty dłużne dla zagranicznych inwestorów, a to z pewnością powinno się przyczynić do rozwoju rynku obligacji zamiennych. Korzystne są oceny analityków i inwestorów dotyczące perspektyw rozwoju na giełdy papierów wartościowych i kształtowania się cen akcji w perspektywie kilku lat. To również jest element sprzyjający rozwojowi rynku obligacji zamiennych. Mechanizm jest przejrzysty – inwestorzy kupują obligacje zamienne po to, aby je po jakimś czasie zamienić korzystnie na akcje. Stąd, jeśli utrzymywałaby się długotrwała tendencja wzrostowa na giełdzie – sprzyjałoby to rozwojowi rynku obligacji zamiennych.

Dosyć paradoksalnie brzmieć może teza, że rynkowi obligacji zamiennych powinien sprzyjać brak innych instrumentów pochodnych pozwalających zabezpieczyć podmiotom gospodarczym swoje pozycje na rynku, takich jak np. krótka sprzedaż czy opcje różnego rodzaju. Obligacje zamienne, jako że są już pewne reguły prawne związane z ich emitowaniem i obrotem, mogą stać się pierwszym instrumentem, który w pewien sposób będzie umożliwiał *hedging* na rynku wtórnym.

Na koniec, zwrócę uwagę na aspekt banku reprezentanta. Postawiłbym tezę – pytanie – czy bank reprezentanta jest potrzebny w przypadku emisji publicznych? Wydaje się, że przy tak jasnym i przejrzystym systemie

---

informacyjnym jaki panuje w Polsce, (chwalonym zresztą przez międzynarodowe środowisko inwestycyjne i zagraniczne instytucje finansowe) i z drugiej strony przy systemie nadzoru i kontroli Komisji Papierów Wartościowych bank reprezentant nie jest potrzebny. Istniejące zabezpieczenia wydają się bowiem wystarczające dla zachowania odpowiedniego bezpieczeństwa związanego z emisją obligacji zamiennych. Rozstrzygnięcie tego problemu wydaje się bardzo ważne, bo ustanawianie instytucji banku reprezentanta stanowi pewną barierę dla rozwoju publicznych emisji obligacji zamiennych. Jest to bowiem dodatkowy koszt i dodatkowy kłopot, w szcze-

gólności dla emitenta przy zawieraniu umowy z bankiem reprezentantem. Tego rodzaju problemów nie ma tylko w przypadku emisji niepublicznych. W związku z tym gdyby się udało wypracować albo inne struktury, albo zrezygnować z funkcji banku reprezentanta na rynku publicznym, być może spowodowałoby to rozwój rynku publicznego instrumentów dłużnych.

---

<sup>1</sup> Andrzej Bartos jest zastępcą dyrektora Departamentu Rynków Kapitałowych w Polskim Banku Rozwoju S.A.

# Dyskusja INSTRUMENTY DŁUŻNE NA POLSKIM RYNKU

*Grażyna Gierszewska<sup>1</sup>*

Instrumenty dłużne to instrumenty finansowe, które dają możliwość pozyskania kapitału. Do instrumentów rynku pieniężnego i kapitałowego zalicza się: depozyty bankowe, bony skarbowe, certyfikaty i krótkoterminowe instrumenty dłużne, średnioterminowe instrumenty dłużne, obligacje o różnych terminach wykupu (trzyletnie, dziesięcioletnie, dwuletnie, pięcioletnie i jednoroczne). Dyskusja podczas seminarium skupiła się wokół obligacji jako alternatywy dla kredytu bankowego źródła zasilenia kapitałowego dla emitenta. Obligacja stanowi papier wartościowy, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia – wykupu obligacji. Świadczenie może mieć charakter pieniężny lub niepieniężny. Świadczenie pieniężne polega na zapłacie należności głównej lub odsetek, świadczenie niepieniężne może obejmować: prawa do udziałów w przyszłych zyskach, prawa do zamiany obligacji na akcje i prawa pierwszeństwa do objęcia emitowanych w przyszłości akcji.

Instrumenty dłużne są ciągle zjawiskiem nowym na polskim rynku finansowym. Sektor ten rozwija się jednak dynamicznie poprzez wprowadzanie nowych produktów oraz coraz większe zainteresowanie nim ze strony emitentów i inwestorów. Podjęcie dyskusji nad problematyką instrumentów dłużnych było jak najbardziej na czasie, chociażby z powodu prac nad nowymi regulacjami legislacyjnymi dotyczącymi emisji i obrotu obligacjami, papierami skarbowymi, weksłami.

W dyskusji wzięli udział: P. Kazimierczyk, M. Jagiełło-Szostak, A. Fołtyn, A. Bartos, T. Baczko, O. Stocker, R. Eggink, A. Aranowski, R. Kowalski, J. Kosiński, Z. Dobosiewicz, R. Jach. Po wystąpieniach panelistów

rozpoczęła się runda pytań, w której przedstawiano problemy szczegółowe i wyjaśniano wątpliwości.

Interesowano się planami Ministerstwa Finansów w zakresie wprowadzania innowacji na rynku kapitałowym, a szczególnie na rynku obligacji, jaka będzie dalsza technologia ich sprzedaży – czy tak jak dotychczas, czy może za pośrednictwem poczty, czy tylko przez konsorcja bankowe? Wzorów na świecie jest dużo, który uznawany jest za najbardziej użyteczny w Polsce.

Minister Finansów koncentruje swoje działania na organizacji rynku pierwotnego obligacji skarbowych. Dokonuje wyboru techniki sprzedaży i posługuje się wyspecjalizowanymi instytucjami, które w jego imieniu przeprowadzają całość emisji lub poszczególne etapy operacji zaciągania długu, jego bieżącej obsługi i wykupu w terminach zapadalności.

Sprzedaż obligacji pożyczek państwowych odbywa się na rynku pierwotnym w trzech formach. Obligacje emisji adresowanych dla dużych inwestorów oferowane są do sprzedaży na przetargach w systemie wielu cen i ofert zamkniętych. Każdy z oferentów nabywa obligacje po cenie przez siebie zaproponowanej, inwestorzy informowani są o najniższej zaakceptowanej cenie na danym przetargu oraz o średniej ważonej cenie wyliczanej na podstawie ofert zaakceptowanych. Uczestnicy nie znają więc ofert składanych przez inne podmioty. Kryterium bezpośredniego uczestnictwa w przetargach ma charakter formalny: wystarcza uzyskanie statusu uczestnika bezpośredniego Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych. Uczestnicy KDPW mogą nabywać obligacje w imieniu własnym lub mogą reprezentować swoich klientów.

---

Ministerstwo Finansów nie reguluje zasad współpracy pomiędzy uczestnikiem przetargów na obligacje pożyczek państwowych a jego klientami. Przetargi mają charakter oferty publicznej. Wymagana jest cena minimalna dla oferty z daną ceną, co determinuje rodzaj oferty przetargowej, jako adresowanej do dużych inwestorów, którzy mogliby potencjalnie dokonywać rozpakietowania nabytych obligacji w transakcjach rynku wtórnego.

Inny rodzaj sprzedaży to sprzedaż detaliczna w sieci punktów obsługi klienta konsorcjum biur maklerskich zorganizowanego przez Bank Polska Kasa Opieki S.A. Sprzedaż detaliczna pomyślana jest jako oferta dla drobnego inwestora, przede wszystkim osoby fizycznej. W pierwotnym zamiarze oferta ta miała stanowić substytut instrumentów oszczędnościowych. Starano się zadbać o terytorialny kształt sieci, jednak nadal wiodącym regionem w zrealizowanej sprzedaży pozostaje województwo stołeczne i kilka dużych ośrodków miejskich (ponad 50% oferty).

Osoby fizyczne podejmują decyzje inwestycyjne kierując się przede wszystkim chęcią skorzystania z ulgi podatkowej, inne motywy nie odgrywają większej roli. W 1997r. nastąpi odejście od ulgi podatkowej związanej z zakupem obligacji na rynku pierwotnym, uprawniającym do zmniejszenia kwoty podstawy naliczania podatku. Nadal wolne od podatku pozostaną natomiast dochody z tytułu odsetek od obligacji skarbowych oraz z tytułu ich sprzedaży.

Trzecia z technik stosowana przez Ministerstwo Finansów określana jest jako subskrypcja i stanowi propozycję dla podmiotów dokonujących reinwestycji kwot z tytułu wykupu obligacji oferowanych w przeszłości w systemie detalicznym. Zainteresowani z wyprzedzeniem około miesiąca składają stosowne deklaracje. Umożliwiany jest zakup obligacji nowej emisji o wartości nie przekraczającej kwoty wykupu, ewentualne rozliczenia resztówek dokonywane są bezgotówkowo.

Zaprezentowany system, który aktualnie funkcjonuje będzie w przyszłości przekształcany, ale raczej nie należy spodziewać się rewolucyjnych zmian. Rynek dla dużych inwestorów wymaga modyfikacji, ale ten standard, który obowiązuje jest zadowalający. Należy wskazać, że

pewne usprawnienia nie leżą w rękach ministra finansów, który do tej pory starał się raczej być użytkownikiem istniejącej infrastruktury niż tworzyć własne niezależne struktury funkcjonujące obok. Natomiast jeżeli mówimy o tym co jest oferowane w konsorcjum, a więc oferta tzw. detaliczna, to ze strony Ministerstwa Finansów także wychodzą projekty zmian. Aktualnie są prowadzone prace studialne, które są jeszcze stosunkowo mało zaawansowane i nie wiadomo jakie rozwiązania uznane zostaną za najbardziej korzystne dla rozwoju rynku. Kiedy zostaną podjęte decyzje to trudno powiedzieć. Specjaliści i eksperci starają się przeanalizować różne warianty i oczywiście poczta jest tak samo dobrą alternatywą do analizy jak utrzymanie dotychczasowego stanu rzeczy, tzn. sprzedaż obligacji tylko za pośrednictwem biur maklerskich. Jest też trzeci wariant – banki bez udziału biur maklerskich.

Inna kwestia dyskusyjna to rozważenie czy nie należałoby w ogóle wycofać ministra finansów jako emitenta obligacji, który sprzedaje detalicznie. Na pewno będzie to możliwe w momencie, kiedy (do czego zresztą daje podstawy nowe prawo o obrocie publicznym) powstanie instytucja emitenta usługowego czy inne tego rodzaju rozwiązania, które umożliwią sprzedaż hurtową. Jedno jest pewne, że jako podatnicy nie powinniśmy sobie życzyć, aby minister chciał, czy też musiał oferować coraz to nowe instrumenty dłużne i powodować zalew na rynku kapitałowym. Polityka w tym obszarze jest raczej spokojna. Kierunek obrony to emitowanie dalej tego co akceptuje rynek, poprzez modyfikowanie instrumentów w takim kierunku, żeby były coraz bardziej przyjazne dla użytkownika. Inna ważna wytyczna to wydłużanie horyzontu obligacji, ale oczywiście nie za wszelką cenę. Stąd wydaje się, że obligacja dziesięcioletnia na pewno do końca 1996 roku nie pojawi się.

Ostateczne koncepcje rozwoju rynku kapitałowego nie zostały jeszcze w pełni wykształcone, a istniejące regulacje prawne nie obejmują wszystkich zagadnień związanych z funkcjonowaniem rozwiniętych rynków finansowych. Szczególnie widoczny jest brak regulacji dotyczących bankowości inwestycyjnej i obrotu instrumentami pochodnymi. W fazie projektów pozostają regulacje dla

---

funduszy inwestycyjnych zamkniętych i funduszy emerytalnych. Jednocześnie minione 5 lat to dynamiczny rozwój podstawowych instytucji rynkowych, a perspektywa integracji ze strukturami europejskimi i uzyskanie członkostwa OECD stawia kolejne wyzwania związane z przepływem kapitałów.

Rynek skarbowych papierów wartościowych w Polsce ukształtowany jest w podziale na dwa segmenty: rynek bonów skarbowych i rynek obligacji pożyczek państwowych. Oba segmenty wyodrębnione są tak z punktu widzenia organizacji i nadzoru, a różnice dotyczą przede wszystkim sposobu organizacji rynku wtórnego. Przyczyn takiego stanu rzeczy należy poszukiwać w zaszłościach o charakterze historycznym.

Rynek bonów skarbowych rozwijał się począwszy od maja 1991 roku, jako fragment rynku pieniężnego, z silną dominacją banków. Nie zostały przewidziane żadne instytucjonalizowane formy organizacji rynku wtórnego bonów – tę sferę pozostawiono początkowo inicjatywie uczestników rynku pierwotnego. Jednakże fizyczna forma bonów skarbowych w postaci dokumentów, które należało przekazać kontrahentowi w wykonaniu umowy sprzedaży, stała się – w połączeniu z decentralizacją transakcji – istotną przeszkodą dla rozwoju efektywnego, płynnego rynku wtórnego. Stan ten uległ zmianie dopiero w lipcu 1995 r., a więc po ponad 4 latach od daty pierwszej emisji bonów skarbowych.

Dla rozwoju rynku obligacji rządowych pierwszorzędne znaczenie odegrało przekonanie, że w początkowym okresie tworzenia instytucjonalnych zrębów dla rynku kapitałowego należy skoncentrować się na stymulowaniu potencjalnych uczestników rynku, tak inwestorów jak i emitentów do organizacji rynku wtórnego wokół Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Tak więc rynek pierwotny obligacji pożyczek państwowych od początku budowany był przy uwzględnieniu standardów rynku wtórnego. Przyjęto założenie, że obrót wtórny obligacjami pożyczek państwowych nie tylko może, ale wręcz powinien odbywać się na parkiecie giełdowym, tworzono i modyfikowano mechanizmy rynku pierwotnego obligacji skarbowych, w ten sposób, by mogły one bez dodatko-

wych procedur w możliwie krótkim czasie od daty oferty być notowane na Giełdzie.

W dyskusji o kształtowaniu rynku obligacji i papierów wartościowych wskazano, że wyraźna jest jego ewolucja w ciągu tych kilku lat. Pierwszym krokiem w kierunku tworzenia mechanizmów rynkowych było podjęcie decyzji o emisji obligacji w systemie zdematerializowanym, co umożliwiło uniknięcie wad rozwiązania przyjętego dla bonów skarbowych. Jedynie dwie mające miejsce w 1989 r. emisje obligacji adresowane były przede wszystkim do sektora pozabankowego i zorganizowano je w sposób tradycyjny. Począwszy od maja 1992 r. wszystkie kolejne emisje organizowano w systemie zdematerializowanym. Dotyczyło to tak oferty adresowanej do inwestorów z sektora instytucji finansowych, jak i instrumentów adresowanych do osób fizycznych. Początkowo istniały obawy czy inwestor indywidualny, mało obeznany z rynkiem kapitałowym, zaakceptuje obligacje, których nie ma i zadowolony jest jedynie wydrukiem z komputera, poświadczającym fakt nabycia i posiadania obligacji. Przez pierwsze dwa lata utrzymywano więc opcje poboru obligacji w postaci fizycznie istniejącego dokumentu wystawianego na imię każdego posiadacza. W tym czasie zaoferowano w takim systemie 8 serii obligacji rocznych, oraz kolejnych 8 serii obligacji 3-letnich. W przeciągu 2 lat sprzedano wówczas miliony obligacji a z prawa w postaci fizycznie istniejącego dokumentu, skorzystało jedynie około 10 osób, przy czym byli to kolekcjonerzy numizmatów i dziennikarze. Z tego powodu po dwóch latach zrezygnowano z wystawiania dokumentów. W ten sposób dostaliśmy faktyczne potwierdzenie, że pomimo 40-letniej przerwy w emisjach obligacji i generalnie niskiego poziomu edukacji w zakresie finansów w społeczeństwie, także inwestor indywidualny – osoba fizyczna, jest w stanie zaakceptować obligacje czyli papier, którego nie ma. Ciekawe w tym przypadku było także to, że badania prowadzone przez wyspecjalizowane instytucje przed emisją obligacji nie potwierdzały takiej możliwości; skłonne one były do pesymistycznej opinii, że taka emisja obligacji skończy się niepowodzeniem.

Doświadczenie pozwoliło na uzyskanie przekonania, że inwestorzy są w stanie zaakceptować elektroniczny

system rejestracji emisji. Stąd też jedynym materialnym wyrazem dokonywanych emisji są tzw. odcinki zbiorcze wystawiane przez działającego w imieniu Skarbu Państwa Ministra Finansów, które podlegają zdeponowaniu w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych. Dla inwestorów, którzy nie otworzyli rachunków papierów wartościowych w wybranym przez siebie biurze maklerskim i nie zdeponowali w nim nabytych obligacji agent emisji prowadzi ewidencję stanu posiadania i obrotu obligacjami w tzw. rejestrze posiadaczy obligacji, którego całkowite koszty funkcjonowania ponosi Ministerstwo Finansów. Również w przypadku obligacji zdeponowanych na rachunkach w biurach maklerskich Skarb Państwa ponosi opłaty za przechowywanie na rzecz Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych. Okoliczności te podwyższają koszty operacyjne związane z zaciąganiem długu publicznego i stwarzają precedens dla traktowania, mogących się pojawić w najbliższej przyszłości, innych komercyjnych emitentów instrumentów dłużnych.

Z drugiej strony, gdyby koszty operacyjne zdeponowanych obligacji ponosili uczestnicy rynku, to podmioty prowadzące rachunki papierów wartościowych dla klientów musiałyby poszukać źródeł sfinansowania tych wydatków, np. obciążając nimi posiadaczy obligacji. W rezultacie uczestnicy rynku pierwotnego dokonywaliby korekty akceptowalnych przez siebie cen nabycia skarbowych papierów wartościowych. W przypadku osób fizycznych, które nabywają stosunkowo małe pakiety obligacji i nie uczestniczą aktywnie w rynku wtórnym, konieczność otwierania rachunków w biurach maklerskich i ponoszenia opłat z tym związanych, mogłaby działać odstraszająco.

Zasadniczym aktem prawnym, który reguluje publiczny obrót papierami wartościowymi jest ustawa z 1991 r. „Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych”. Zawarte w niej przepisy określają m.in. ramy nadzoru nad rynkiem papierów wartościowych; wyznaczają warunki jakimi obwarowana jest działalność maklerska i doradcza; regulują wtórny publiczny obrót papierami wartościowymi; wyznaczają podstawy dla organizacji i działalności podmiotów, których istnienie jest ściśle związane z funkcjonowaniem rynku ka-

pitalowego; stanowią o odpowiedzialności cywilnej i karnej za naruszenie prawa w związku publicznym obrotem papierami wartościowymi.

Duże znaczenie dla określenia ram prawnych dla funkcjonowania polskiego rynku kapitałowego mają także akty prawne niższego stopnia, regulujące poszczególne kwestie związane z publicznym obrotem papierami wartościowymi. Regulują one warunki, jakim powinien odpowiadać prospekt emisyjny i memorandum informacyjne, rodzaj, forma i terminy przekazywania informacji bieżących i okresowych przez emitentów papierów wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu.

Określoną rolę odgrywają w tym procesie przedsiębiorstwa maklerskie. 50% biur maklerskich – biur obsługi klientów jest w dużych ośrodkach miejskich, a pozostałe 50% jest na prowincji. Rozkład terytorialny decyduje w pewnym stopniu o dostępie do obligacji – możliwości ich zakupu w poszczególnych regionach kraju są zróżnicowane. Nie zgodzono się natomiast z tezą, że rolą przedsiębiorstwa maklerskiego jest edukowanie rynku. Biuro maklerskie jest podmiotem gospodarczym, który musi zarabiać, osiągać zysk. Wiemy, że większość biur maklerskich funkcjonujących na polskim rynku trapią różnego rodzaju kłopoty finansowe. W związku z tym przedsiębiorstwo podąża za klientem, tj. zmierza w tym kierunku, na te obszary, gdzie może sprzedać papier wartościowy, gdzie istnieje potencjalny rynek. Jeśli na tym rynku może uruchomić działania marketingowe i jeśli będą to działania opłacalne to oczywiście podejmie je. Natomiast nie jest jego rolą edukowanie klientów.

Za ryzykowną uznano też tezę, iż trudno jest sprzedać papiery wartościowe – obligacje bo rynek nie jest nasycony w całości. Minister finansów ma do dyspozycji 500 punktów obsługi klienta, tzn. ma potencjalną możliwość skorzystania z tych 500 punktów. Przy emisjach obligacji jest uruchamianych zaledwie 50, 100 czy 200 punktów obsługi klienta i to całkowicie wystarcza do tego, aby rynek był nasycony i żeby rozprzedać te emisje. Wynika to z faktu, że sprzedaż akcji bardzo dobrze wychodzi na polskim rynku. Można w związku z tym sformułować tezę, że obligacje będą



dobrze się sprzedawać również w systemie innych pośredników rynku kapitałowego.

Ważne pytanie zadane w trakcie dyskusji to: czy powinien istnieć obowiązek automatycznego dopuszczania obligacji spółek publicznych do publicznego obrotu? Ustawodawca zdecydował, że nie. Jest to inny instrument dłużny. Czym innym jest akcja jako papier udziałowy, a czym innym jako dokument – papier dłużny. Ma on po prostu inne funkcje ekonomiczne. Natomiast, oczywiście, że w przypadku obligacji zamiennych na akcje, emitent takich obligacji musi wprowadzić je do publicznego obrotu. Najdalej idącym terminem jest oczywiście termin przedstawienia ich do wykupu, w tym momencie już te papiery muszą być wprowadzone do publicznego obrotu.

Rozważany był problem, czy istnieje możliwość manipulowania składem udziałowym w spółkach akcyjnych. Przedstawiciel Komisji Papierów Wartościowych zaprotestował wobec tezy jednego z panelistów, że staje się to możliwe przy wykupywaniu obligacji zamiennych. Takiej możliwości nie ma. W Ustawie o publicznym obrocie papierami wartościowymi poświęcony jest temu problemowi cały rozdział ósmy, który reguluje tzw. nabycie znacznych pakietów akcji. Jest kilka możliwości i zabezpieczeń zapobiegania nieprawidłowościom w tym obszarze. Ustawodawca posługuje się pojęciem nabycia papierów wartościowych. W związku z tym nabycie, zgodnie z tym pojęciem jest rozumiane tak jak w Kodeksie Cywilnym. Jest to każde przejście prawa własności z jednej osoby na drugą, bez względu czy ma to formę sprzedaży, darowizny czy jeszcze jakiejś innej czynności prawnej. I o takim nabyciu mówi również rozdział o zakupie znacznych pakietów akcji. Jeśli ktoś będzie chciał, drogą zamiany obligacji na akcje, stać się akcjonariuszem większościowym, przekroczyć progi 25, 33 czy 50%, oczywiście będzie musiał uzyskać na to zgodę Komisji Papierów Wartościowych. Tak samo, kiedy przekroczy próg 33% będzie musiał ogłosić wezwanie. Ustawa nie robi w tym względzie żadnej różnicy i w równy sposób traktuje inwestorów.

Dochowanie obowiązku informacyjnego to jeden z podstawowych gwarantów pewności, bezpieczeństwa

i zasady równości szans dla wszystkich inwestorów w publicznym obrocie papierami wartościowymi. Realizacja tego obowiązku następuje przede wszystkim na drodze sporządzenia i udostępnienia prospektu emisyjnego. Z przepisów prawa nie wynika wprawdzie taki obowiązek dla emisji obligacji państwowych, jednak ta forma dokumentu zawierającego nie tylko zasady organizacji rynku pierwotnego, ale również charakterystykę oferty, jest stosowana przez Ministerstwo Finansów od 1989 r. Ministra finansów jako przedstawiciela Skarbu Państwa także dotyczy pewne obowiązki informacyjne. Nie potrzebuje on tylko zgody KPW na wprowadzenie papierów wartościowych, emitowanych przez Skarb Państwa do publicznego obrotu. Podkreślono, że o ich realizacji można dyskutować, ale jest to inny problem.

Gwarancje i zabezpieczenia dla depozytów papierów wartościowych i środków pieniężnych stanowi zarządzany przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych, a utworzony przez uczestników wspólny fundusz ubezpieczenia odpowiedzialności cywilnej z tytułu zawartych transakcji. Celem funduszu jest zapewnienie bezpieczeństwa obrotu na giełdzie poprzez zagwarantowanie wzajemnej wypłacalności uczestnikom funduszu z tytułu transakcji giełdowych zawieranych w systemie kursu jednolitego i w systemie notowań ciągłych; wolne środki funduszu lokowane są przede wszystkim w skarbowe papiery wartościowe oraz jako depozyty bankowe. Systemem tego nadzoru objęte są poszczególne podmioty organizujące rynek kapitałowy oraz dokonujące obrotu, automatycznie obejmują również obrót obligacjami pożyczek państwowych.

Wskazano, że aktualnie nie jest rozwiązana kwestia gwaranta. Problem ten rozwiązuje projekt nowej Ustawy prawa o publicznym obrocie wyraźnie definiując pojęcie gwaranta; czy to gwaranta usługowego czy gwaranta inwestycyjnego (gwarancji pełnej). Gwarant to specjalna instytucja, która służy do tego, aby rozprowadzać papiery wartościowe na rynku. W jego interesie, nie jest „stanie się” akcjonariuszem spółki, której akcje czy obligacje sprzedaje i nie ma on w swoich zadaniach wykonywania prawa udziałowego wynikającego z akcji. Można oczekiwać, że za 6 – 7 miesięcy będziemy mieli uregulowaną

---

sprawę gwarantowania emisji w publicznym obrocie na polskim rynku kapitałowym. To jest właśnie ewolucja tego rynku.

Wielokrotnie w dyskusji powracała sprawa nadzoru i kontroli rynku instrumentów dłużnych. Nadzór nad publicznym obrotem papierami wartościowymi sprawuje Komisja Papierów Wartościowych jako centralny organ administracji państwowej. Przygotowywane nowe regulacje przewidują rozszerzenie kompetencji i uprawnień Komisji o nadzór również nad giełdami towarowymi. Do zadań Komisji Papierów Wartościowych należy m.in. sprawowanie nadzoru nad przestrzeganiem reguł uczciwego obrotu i konkurencji w zakresie publicznego obrotu papierami wartościowymi oraz nad zapewnieniem powszechnego dostępu do rzetelnych informacji na rynku papierów wartościowych. Komisja zobowiązana jest do inspirowania, organizowania i podejmowania działań zapewniających sprawne funkcjonowanie polityki gospodarczej państwa, zapewniających sprawne funkcjonowanie rynku papierów wartościowych oraz ochronę inwestorów. Ustawodawca powierzył także tej instytucji obowiązek upowszechniania wiedzy z zakresu funkcjonowania rynku papierów wartościowych.

Ważne są relacje Komisji Papierów Wartościowych z biurami maklerskimi. Jednym z ważniejszych uprawnień jest udzielanie prawa do prowadzenia przedsiębiorstwa maklerskiego. Oznacza to kontrolę, czy podmiot ubiegający się o zezwolenia na prowadzenie takiej działalności spełnia określone warunki, dające gwarancję bezpieczeństwa i równości inwestorom na rynku kapitałowym. W przypadku naruszenia prawa Komisja może wydać decyzję o cofnięciu uprawnień do prowadzenia biura maklerskiego, zawiesić je, bądź nałożyć na przedsiębiorstwo karę pieniężną.

Dyskusyjny okazał się problem regulacji rynku instrumentów dłużnych zawartych w Ustawie o obligacjach. Rozważano kwestię, czy ustawa spełnia swoje zasadnicze zadanie, a mianowicie ułatwienie emisji papierów wartościowych dłużnych, w konkretnym przypadku bonów i obligacji. Czy ustawa rzeczywiście ułatwia emisję papierów wartościowych dłużnych? Część z gości zabie-

rających głos wypowiedziała opinię, że – nie. Większość emitentów jak i banków pośredniczących robi wszystko aby ustawę ominąć. Emituje swoje papiery dłużne w oparciu o, swoiście interpretowany, kodeks cywilny, albo o prawo wekslowe. Do rzadkości należą emisje w oparciu o ustawę o obligacjach. W tej sytuacji czy nie należałoby pomyśleć o wprowadzeniu do ustawy zmian i szybkim poddaniu jej takiej rewizji, aby mogła naprawdę ułatwić rozwój finansowego.

Nie zostały wyodrębnione specjalne organy nadzoru rynku obligacji skarbowych. W szczególności podkreślano, że przepisy prawa nie przewidują w tym obszarze kompetencji dla ministra finansów. Uprawnienia tego ministerstwa polegają tylko na możliwości delegowania swojego przedstawiciela do składu Komisji Papierów Wartościowych oraz na prawie do przedstawiania, w porozumieniu z Narodowym Bankiem Polskim, kandydatury na Przewodniczącego KPW. Ministerstwo Finansów uczestniczy też w tworzeniu infrastruktury legislacyjnej, opiniując przygotowywane akty prawne, delegując swoich specjalistów do zespołów roboczych koordynujących przygotowanie i wdrażanie przedsięwzięć zmierzających do wprowadzenia nowych rozwiązań do obrotu papierami wartościowymi.

Podczas dyskusji zastanawiano się nad zmianami związanymi z przystąpieniem Polski do OECD. W związku z tym pojawia się możliwość wejścia zagranicznych papierów wartościowych na rynek polski. Jakie skutki mogą wyrzucić tego rodzaju procesy dla rozwoju rynku kapitałowego i dla inwestorów? W odpowiedzi na to pytanie stwierdzono, że są prowadzone analizy, ale trudno określić już w tej chwili konkretne skutki długofalowe. Natomiast sposób prowadzenia transakcji na giełdzie jest dość elastyczny i wejście obligacji zagranicznych nie musi powodować trudności i zamieszania, raczej będzie to korzystny kierunek jego rozwoju.

Na Giełdzie Warszawskiej prowadzone są trzy rodzaje transakcji na obligacjach, z czego dwa podczas sesji giełdowych: w systemie notowań ciągłych i w systemie notowań jednolitych. Poza sesją dokonywane są transakcje pakietowe. W systemie notowań jednolitych kurs obli-

---

gacji wyznaczany jest przez makleryzacją na podstawie zleceń składanych przez inwestorów; w systemie tym notowane są jedynie obligacje rocznie i trzyletnie (oferta detaliczna). Natomiast wszystkie rodzaje obligacji (z wyjątkiem oferowanych osobom fizycznym obligacji rocznych indeksowanych na inflacji i wyemitowanych w bieżącym roku) notowane są w systemie notowań ciągłych, który ukierunkowany jest na inwestorów instytucjonalnych. Przedmiotem obrotu jest tzw. pakiet czy też blok, w skład którego wchodzi 10 lub 100 obligacji – zależnie od wartości nominalnej jednej obligacji. W tym systemie oferty sprzedaży i kupna są kojarzone, gdy mają taką samą cenę, przy czym inwestorzy nie znają swoich partnerów.

Rynek transakcji pakietowych sprowadza się do tego, że giełda udostępnia swój parkiet w celu umożliwienia przeprowadzenia transakcji wynegocjowanej poza nią. Jest to zinstytucjonalizowana technika obejścia przymusu giełdowego dla transakcji publicznego rynku wtórnego, wprowadzonego ustawą z 1991 r.

W dyskusji nad nadzorem rynku obligacji i roli w tym procesie Komisji Papierów Wartościowych pojawiło się zagadnienie związane z obowiązkiem informowania przez emitentów o ratingu, jaki posiadają albo o zmianie tego ratingu. Sprawa wiąże się z nowym aktem prawnym, który zaczął obowiązywać we wrześniu 1996 r. Czy, w związku z tym, Ministerstwo Finansów przewiduje wystąpienie do odpowiednich agencji o rating na papiery, które emituje na rynku krajowym? Przedstawicielka ministerstwa stwierdziła, że Ministerstwo Finansów posiada zarówno rating na emisję euroobligacji jak i na emisję krajowe. Z okazji emisji euroobligacji nominowanych w markach przez zachodnie agencje została dokonana wycena również polskich papierów krajowych. Papiery przeznaczone na rynek krajowy uzyskały wyższy rating niż euroobligacje.

Nie wdając się we wszystkie przyczyny takiego stanu rzeczy, wskazano też w dyskusji, że oferta Ministerstwa Finansów w obszarze obligacji adresowana do rynku detalicznego, do rynku osób fizycznych powoduje podniesienie ceny pieniądza na tym rynku. To znaczy, że ulgi podatkowe, z których oczywiście każdy nabywca prywat-

nie jest bardzo zadowolony, są po prostu elementem cen. W związku z tym powstaje pytanie czy powinny pojawiać się bony czy jakiegokolwiek papiery skarbowe długoterminowe? Podczas dyskusji na seminarium mówimy praktycznie tylko o instrumentach krótkoterminowych, a w polskiej gospodarce ciągle nie pojawia się zapotrzebowanie na tego typu instrument dłużny, co nie jest korzystne z punktu widzenia długofalowej strategii rozwoju kraju i sektora finansowego. Można powiedzieć, że popyt na obligacje zamienne długoterminowe pojawi się w którymś momencie w wyniku przemian gospodarczych i rozwoju rynku kapitałowego, ale nie może to trwać zbyt długo, gdyż koszty będą bardzo wysokie. Chyba największe możliwości przyspieszenia tego procesu tkwią właśnie w regulacjach Ministerstwa Finansów. Ministerstwo Finansów powinno zrobić wszystko, aby przestać umieszczać z roku na rok dług publiczny w budżecie, tylko przekształcić go zdecydowanymi decyzjami w finansowanie długoterminowymi obligacjami.

Na początku 1996 i 1997 r., jeżeli dotrzymane zostaną plany, ma pojawić się ustawa o bankowości hipotecznej, która daje możliwość emitowania hipotecznych listów zastawnych. Uwzględniając dzisiejszą sytuację na rynku pieniężnym i kapitałowym, nie widać szans na wprowadzenie tych papierów.

Poddano pod dyskusję pomysł, jeżeli chodzi o długoterminowe papiery wartościowe, że być może rozwiązaniem byłoby podjęcie kroków w kierunku większego upłynnienia tego rynku. Patrząc chociażby na to co dzieje się na giełdzie z obligacjami Skarbu Państwa taki sposób podejścia wydaje się racjonalny. W tym kontekście zwrócono uwagę, że warunki panujące aktualnie na rynku pieniężnym i kapitałowym są wyjątkowo sprzyjające emisji po niskiej cenie bonów skarbowych i obligacji o krótkim terminie wykupu. Emitenci powstrzymują się przed emisjami długoterminowych papierów wartościowych. W chwili, kiedy zniknie nadpłynność w polskim systemie bankowym, kiedy przywileje podatkowe znikną, kiedy zainteresowanie nabywców detalicznych zmaleje, bo pojawią się papiery komercyjne wyżej oprocentowane, to być może Skarb Państwa będzie miał kłopot z przenoszeniem długu publicznego. Wtedy dopiero może okazać się,

---

że nie ma wyjścia i trzeba podjąć stosowne kroki, które poczynione wcześniej kosztowałyby mniej.

Nie było zgody co do zagadnienia płynności na rynku instrumentów dłużnych. Po pierwsze, jeśli będziemy rozważać płynność rynku obligacji zamiennych i rynku bonów skarbowych, to nie ma żadnego porównania. Uzasadnienie jest stosunkowo proste: płynność jest zupełnie inna z tego względu, że średni obrót na rynku obligacji w miesiącu stanowi ok. kilkaset milionów złotych, natomiast w ciągu ostatnich trzech miesięcy średniomiesięczny obrót na rynku bonów skarbowych wynosił ponad 23 miliardy złotych, co oznacza, że był to obrót jednego miliarda złotych dziennie. Taka sytuacja na rynku instrumentów dłużnych jest być może wynikiem struktury instytucji czyli podmiotów kupujących te instrumenty. Zarówno z teoretycznego jak i praktycznego punktu widzenia oraz doświadczeń rozwiniętych rynków kapitałowych nie ma aż takiej dużej różnicy pomiędzy rynkiem obligacji i rynkiem bonów skarbowych, która uzasadniałaby takie ogromne różnice w płynności tych dwóch instrumentów.

Podnoszono dwie główne przyczyny braku płynności na rynku obligacji, tzn.: bardzo skomplikowany system rozliczeniowy oraz kwestię związaną z pośrednictwem biur maklerskich. Banki same zwracają uwagę na to, że nie opłaca się im sprzedawać obligacji na rynku wtórnym, ponieważ koszty pośrednie są tak duże, że całkowicie „zjadają zysk”, z którym ewentualnie te obligacje można by na rynku wtórnym sprzedawać.

Zwrócono uwagę na jeszcze trzeci element, który blokuje czy też utrudnia rozwój rynku instrumentów dłużnych – system emisji na rynku pierwotnym – szczególnie obligacji. W tym elemencie są potencjalnie duże możliwości zmiany. Pewnym wyjściem mogłoby być stworzenie instytucji dealera rynku pierwotnego. Jeżeli obecnie praktycznie wszystkie instytucje, które mają rachunki w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych, mają dostęp do rynku pierwotnego obligacji, to niewiele wnoszą one do rozwoju tego rynku.

Gdyby dostęp do rynku był ograniczony i byłaby możliwość, że ta nowa instytucja, pełniąca rolę *market make-*

*ra*, może uczestniczyć w rynku pierwotnym obligacji, to w tym momencie zwiększa się grono zainteresowanych – zainteresowana jest ta instytucja – z tego względu, że może grać rolę pośrednika na rynku; zainteresowane jest także Ministerstwo Finansów. Instytucja *market makera* musiałaby bowiem kwotować ceny na bieżąco na rynku, tak jak się to dzieje na rynku bonów skarbowych gdzie, co prawda, nie ma instytucji dla rynku pieniężnego, ale jest instytucja dealera rynku pieniężnego Narodowego Banku Polskiego. Narodowy Bank Polski prowadzi operacje otwartego rynku tylko i wyłącznie z grupą 29 banków. Banki te są zobowiązane do stałego kwotowania bonów skarbowych. Rozwiązanie to sprawiło, że rozwój tego rynku w ciągu ostatniego roku jest niezwykle i doskonale widoczny. Z tego względu warto poddać pod dyskusję kwestię pewnych zmian, nie tylko infrastrukturalnych ale przede wszystkim regulacji prawnych, te właśnie regulacje blokują aktualnie rozwój rynku obligacji.

W dyskusji podkreślano również fakt, że emitowanie obligacji nie jest procesem łatwym. Zawsze trzeba sobie zadać pytanie, z której strony rynku się patrzy, czy jest to punkt widzenia emitenta czy inwestora? Dla emitenta byłoby oczywiście lepiej, żeby nie było żadnych obowiązków informacyjnych, wystarczyłoby dać ogłoszenie do gazety, zaoferować swoje obligacje i po prostu sprzedać. Natomiast tego typu strategia nie jest idealna dla inwestora. W związku z tym w procesie legislacyjnym starano się wyważyć te dwa różne rodzaje interesów. Można się zastanawiać, który przeważał. Chyba przeważały względy i ochrona inwestorów na rynku obligacji zamiennych. Wybór ten został dokonany przez Narodowy Bank Polski świadomie.

Narodowy Bank Polski pełni też określoną rolę na rynku instrumentów dłużnych, ma on pieczę nad bezpieczeństwem rozliczeń operacji dokonywanych na bonach skarbowych. NPB utworzył i prowadzi Centralny Rejestr Bonów Skarbowych, który stanowi wykaz stanu i zmian posiadania bonów skarbowych. Konta depozytowe w CRBS mogą posiadać wszyscy uczestnicy przetargów bonów skarbowych, a także wszystkie banki krajowe i oddziały banków zagranicznych oraz Bankowy Fundusz Gwarancyjny i Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych.

---

Stworzony system bezpieczeństwa w znacznej mierze został podporządkowany oczekiwaniom i potrzebom inwestorów z sektora bankowego. Został zaaprobowany przez uczestników tego segmentu rynku kapitałowego i może podlegać dalszym modyfikacjom. Przewiduje się, że dalsza ewolucja przebiegać będzie w kierunku wyłonienia grupy dealerów rynku pierwotnego. W opinii przedstawicieli Ministerstwa Finansów mogłoby to nastąpić dopiero w momencie, gdy bony skarbowe przestaną być instrumentem finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu w proporcji większej niż obligacje. Zakłada się, że pożądanym jest sprowadzenie udziału bonów w długu publicznym do pewnej wartości rezydualnej.

Wskazywano na ewolucję rynku papierów wartościowych, dla którego rok 1996 był szczególny. W lipcu 1996 r. upłynął bowiem rok od wejścia w życie regulacji wprowadzającej zdematerializowany system emisji, obrotu i wykupu bonów skarbowych. W tym też czasie została wykupiona ostatnia tranza 52-tygodniowych bonów skarbowych, emitowanych w postaci dokumentów na okaziciela, wydawanych każdemu z nabywców pierwotnych. Można powiedzieć, że cele reformy zostały osiągnięte, a mianowicie, nastąpił wyraźny wzrost płynności bonów na rynku wtórnym, połączony ze wzrostem zaangażowania podmiotów spoza krajowego sektora bankowego. Wyeliminowano opóźnienia w przepływach środków pieniężnych z tytułu rozliczeń przetargów, co pozwala na lepsze zarządzanie bieżącą płynnością na rachunku budżetu państwa. Spełniły się też oczekiwania co do powstania większej przejrzystości rynku pierwotnego i wtórnego oraz wyodrębnienia się grupy pretendującej do miana najbardziej aktywnych uczestników rynku bonów skarbowych. To jest podstawa do budowy mechanizmów pośrednictwa dla pozostałych inwestorów.

W myśl obecnie obowiązującej regulacji bony mogą nabywać wszystkie rodzaje podmiotów. Bezpośredni jednak udział w przetargach mogą brać tylko te podmioty, które spełniają kryterium wartości zakupów bonów na rynku pierwotnym oraz częstotliwości udziału w przetargu. Inwestorzy dysponujący mniejszymi kapitałami nabywają bony skarbowe na rynku wtórnym lub przedstawiają swoje oferty na rynku pierwotnym za po-

średnictwem banku posiadającego status uczestnika przetargu. Grono uprawnione do bezpośredniego składania ofert przetargowych jest dosyć stabilne – według stanu na koniec III kwartału 1996 r. uprawnione były 54 podmioty.

Rodzi się jednak wiele dylematów co do rozwoju i dalszej ewolucji rynku instrumentów dłużnych, a szczególnie obligacji zamiennych. O ile zasady organizacji rynku pierwotnego i płynność rynku wtórnego bonów skarbowych można ocenić jako zadawalające, to w przypadku obligacji i pożyczek skarbowych funkcjonujące rozwiązania poddawane są krytyce ze strony wszystkich rodzajów inwestorów. Miało to także miejsce podczas dyskusji na seminarium.

Podstawową barierą rozwoju płynności rynku wtórnego instrumentów dłużnych, w tym obligacji zamiennych, jest system rozliczeń. Taka jest opinia wielu specjalistów, przedstawicieli banków, uczestników tego sektora finansowego. Rozliczenia dokonywane są przez bank rozliczeniowy, wskazany przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych. Jest nim Bank Śląski.

System rozliczeń transakcji poprzez bank wymusza przekazywanie środków pieniężnych za pośrednictwem Krajowej Izby Rozliczeniowej, co z kolei powoduje, że w przypadku kupna obligacji inwestor musi uruchomić środki wcześniej, niż to wynika z daty rozliczenia transakcji, a w przypadku sprzedaży dysponuje nimi później niż uzgodniona data rozliczenia transakcji. System ten powoduje więc zamrażanie środków finansowych na dłuższy okres czasu niż wynikający z rzeczywistego okresu inwestycyjnego. Może to zniechęcać niektórych inwestorów do zawierania transakcji i ograniczać rozwój rynku.

W powszechnej opinii uczestników rynku instrumentów dłużnych i wiodących banków transakcje w obligacjach dokonywane na giełdzie i na rynku międzybankowym powinny być rozliczane przez izbę clearingową. Izba clearingowa mogłaby być zlokalizowana w banku centralnym. Grupa banków, należących do najaktywniejszych na rynku bonów skarbowych, które wysoko oceniają system Centralnego Rejestru Bonów

---

Skarbowych, wyraźnie opowiada się za stworzeniem identycznego centralnego rejestru obligacji pożyczek państwowych.

System rejestracji zmian stanu posiadania obligacji, w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych istniejący aktualnie, uniemożliwia tym podmiotom dokonywanie arbitrażu, a w konsekwencji utrwała nieefektywność rynku wtórnego obligacji.

Rozliczenie transakcji w obligacjach na rynku międzybankowym następuje w dzień po rozliczeniu pieniężnym, co wynika z istnienia pośrednika w postaci banku rozliczeniowego oraz rozwiązań przyjętych w Regulaminie Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych. Uznanie bądź obciążenie rachunku inwestycyjnego i rachunku papierów wartościowych może bowiem nastąpić poprzez zaksięgowanie danej transakcji po otrzymaniu od KDPW potwierdzenia jej zawarcia, co ma miejsce dopiero następnego dnia. Rynek międzybankowy jest traktowany jako rynek o podwyższonym ryzyku, z uwagi na nie objęcie go funduszem gwarancyjnym.

Niewątpliwie ograniczeniem rozwoju rynku wtórnego obligacji jest też wysokość prowizji pobieranych przez Giełdę Papierów Wartościowych – 2,5 punktu bazowego, oraz przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych – 1 punkt bazowy od zawieranych transakcji.

Konieczność zmian zasad funkcjonowania rynku instrumentów dłużnych nie budziła podczas seminarium wątpliwości. Dylematem jest jednak kwestia, czy obrót obligacjami skarbowymi nadal powinien podlegać regulom rynku papierów komercyjnych i wykorzystywać infrastrukturę tworzoną na potrzeby różnego rodzaju emitentów, czy podobnie jak dla bonów skarbowych należałoby powołać specjalne struktury wyłącznie dla obligacji. Koncepcja lokalizacji rynku obligacji skarbowych przy Narodowym Banku Polskim jest atrakcyjna dla banków, gdyż przyniosłaby znaczne uproszczenie procedur i sprzyjałaby rozwojowi rynku międzybankowego. Nie odpowiada to interesom inwestorów instytucjonalnych, gdyż musieliby oni korzystać z usług banków jako pośredników. Utrzymanie obligacji jako segmentu rynku giełdowego oznaczałoby w praktyce, że jego rozwój wiąże się z postępowaniem na rynku kapitałowym, a przecież na nim ciągle istnieją poważne bariery infrastrukturalne. Rozwiązanie tych problemów należy uznać za jedną z najpoważniejszych decyzji rzutujących na zarządzanie długiem publicznym w najbliższych latach.

---

<sup>1</sup> Grażyna Gierszewska jest pracownikiem naukowym w Instytucie Nauk Ekonomicznych PAN i współpracownikiem Fundacji Naukowej.