

Corporate debt securities market in Poland: state of art, problems, and prospects for development

Korporacyjny rynek papierów dłużnych w Polsce: aktualny stan, problemy, perspektywy rozwoju

Tomasz Gałka
Agnieszka Gontarek
Piotr Kowalski

mBank – CASE Seminar Proceedings No. 136/2015
Zeszyty mBank – CASE nr 136/2015



mBank–CASE Seminar Proceedings are a continuation of BRE–CASE Seminar Proceedings, which were first published as PBR–CASE Seminar Proceedings

Zeszyty mBank–CASE są kontynuacją serii wydawniczej Zeszyty PBR–CASE i następującej po niej serii BRE Bank–CASE

CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych – Fundacja Naukowa
al. Jana Pawła II 61/212, 01–031 Warszawa

mBank SA
ul. Senatorska 18, 00–950 Warszawa

Copyright: CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych – Fundacja Naukowa i mBank SA

Scientific editor/Redakcja naukowa
Ewa Balcerowicz

Series Coordinator/Sekretarz Zeszytów
Katarzyna Sidło

Translation/Tłumaczenie
LIDEX Centrum Tłumaczeń i Obsługi Konferencji

DTP
Marcin Dominik Jabłoński

Keywords: corporate finance and governance, financial markets and institutions, finance, stock exchange, securities

EAN: 9788371786264

JEL codes: G3, G34, N2, N24, E44, F31

Publisher/Wydawca
CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych – Fundacja Naukowa, al. Jana Pawła II 61/212,
01–031 Warszawa

Donor/Nakładca
Fundacja mBanku, ul. Senatorska 18, 00–950 Warszawa

The publication is an extended and authorized version of presentations delivered during 136th mBank – CASE Seminar, which was held on March 5, 2015.

Publikacja jest rozszerzonym i autoryzowanym zapisem prezentacji wygłoszonych podczas 136. Seminarium mBank – CASE, które odbyło się dnia 5 marca 2015 roku.



Piotr Kowalski

Piotr Kowalski is the Head of Fitch Ratings Warsaw office, responsible for the agency's activity in Poland and Central and Eastern Europe.

Mr. Kowalski has 18 years of experience in the ratings industry. Prior to joining Fitch, he was working in the Financial Institutions and Crisis Management practices of Burson-Marsteller, the biggest PR company in the world at that time. From 1992 to 1995, he was Vice President responsible for marketing of an American SME lender in Poland. Mr. Kowalski started his professional career in the Polish administration, where he worked between 1990 and 1992.

Mr. Kowalski holds a master's Degree in Economics from the Warsaw School of Economics (Poland) and a MBA from the University of Wisconsin (USA)

Piotr Kowalski jest Prezesem Zarządu Fitch Polska S.A., odpowiedzialnym za działalność agencji w Polsce oraz Europie Środkowo Wschodniej.

Piotr Kowalski ma za sobą 18 lat pracy w branży ratingowej. Przed podjęciem współpracy z Fitch zatrudniony był w największej wówczas na świecie agencji PR Burson-Marsteller. Zajmował się instytucjami finansowymi i zarządzaniem kryzysowym. W latach 1992–1995 pełnił funkcję wiceprezesa odpowiedzialnego za obszar marketingu w amerykańskim funduszu mikropożyczkowym. Piotr Kowalski rozpoczął swoją drogę zawodową w administracji państwowej, gdzie pracował w latach 1990–1992.

Piotr Kowalski ukończył Szkołę Główną Handlową z tytułem magistra, zaś tytuł MBA otrzymał na Uniwersytecie w Wisconsin (USA).



Agnieszka Gontarek

Agnieszka Gontarek is the Head of the Cash Market Department at the Warsaw Stock Exchange (WSE) and is responsible, among others, for the process of authorization and the placing of securities for all markets of the WSE, as well as supervision — on behalf of the WSE — of issuers in fulfillment of their reporting obligations. Ms. Gontarek is a Member of the Supervisory Board of BondSpot SA, and the President of the Warsaw Stock Exchange Committee on Corporate Governance and Committee on Market Equities, as well as a member of Committee on Debt Securities Market. Between 1998 and 2007 she worked for the Polish Securities and Exchange Commission (KPWiG) and the Polish Financial Supervision Authority (KNF).

Ms. Gontarek is a graduate of Faculty of Law and Administration of the University of Warsaw, where she also completed postgraduate studies in accounting. Moreover, she attended International Institute for Securities Market Development in Washington, D.C. Ms. Gontarek co-authored a commentary on the Act on Public Offering (ed. prof. Marek Michalski, 2014, Beck). She is also a long-standing lecturer in securities law and EU regulations, primarily concerning disclosure obligations of issuers and their shareholders, as well as corporate governance.

Agnieszka Gontarek — dyrektor Działu Rynku Kasowego (d. Dział Emitentów) Giełdy Papierów Wartościowych (GPW) w Warszawie SA, odpowiedzialnego m.in. za proces dopuszczania i wprowadzania papierów wartościowych na wszystkie rynki GPW i nadzór sprawowany przez Giełdę nad emitentami zakresie wypełniania przez nich obowiązków informacyjnych. Członek Rady Nadzorczej BondSpot SA, przewodnicząca komitetów konsultacyjnych GPW: ds. ładu korporacyjnego oraz ds. rynku papierów udziałowych, członek komitetu ds. rynku papierów dłużnych. W latach 1998–2007 pracownik urzędu Komisji Papierów Wartościowych i Giełd, a następnie Komisji Nadzoru Finansowego.

Absolwentka Wydziału Prawa i Administracji UW podyplomowych studiów z zakresu rachunkowości. Słuchaczka International Institute for Securities Market Development w Waszyngtonie. Współautorka komentarza do ustawy o ofercie publicznej (pod red. prof. Marka Michalskiego, wyd. Beck 2014 r.). Posiada wieloletnie doświadczenie jako wykładowca prawa papierów wartościowych i regulacji unijnych, przede wszystkim z zakresu obowiązków informacyjnych emitentów i ich akcjonariuszy oraz corporate governance.



Tomasz Gałka

Tomasz Gałka, since the very beginning of his professional career, has been working in the treasury debt securities market. He participated in numerous projects aimed at providing the financing (through the issuance of debt securities) for many domestic and foreign enterprises, banks and local government units.

As the Deputy Director of the Financial Markets Department of mBank, a post which he held from November 2000 until August 2013, he was overseeing the primary and secondary market for corporate bonds and bank debt securities. After that he was promoted to Director of Debt Capital Markets Department, and is responsible for the product development in this area, as well as structuring and conducting transactions, and customer acquisitions.

Between 1994 and 2000 he worked for Bank Handlowy, initially at the Brokerage Office of Capital Operations Centre, where he was responsible, among others, for the implementation of one of the first debt instruments – and their processing – on the Polish capital market. Subsequently, he worked in the Corporate Finance Department, where he also served as Director of the Office of Debt Securities.

Mr. Gałka is a graduate from Warsaw School of Economics (where he studied banking and finance, and later, as a postgraduate student — accounting).

Tomasz Gałka od początku swojej zawodowej drogi związany z rynkiem nieskarbowych papierów dłużnych. Uczestniczył w wielu projektach organizujących finansowanie (poprzez emisję papierów dłużnych) dla wielu przedsiębiorstw krajowych i zagranicznych, banków oraz jednostek samorządu terytorialnego.

W mBanku jako Wicedyrektor Departamentu Rynków Finansowych od listopada 2000 r. nadzorował rynek pierwotny oraz rynek wtórny obligacji korporacyjnych oraz papierów dłużnych banków. Od sierpnia 2013 roku jest Dyrektorem Departamentu Emisji Papierów Dłużnych odpowiedzialnym za rozwój produktów z tego obszaru, akwizycje klientów oraz strukturyzacje i przeprowadzanie transakcji.

W latach 1994–2000 pracował w Banku Handlowym, początkowo w biurze maklerskim Centrum Operacji Kapitałowych gdzie był odpowiedzialny m.in. za wdrożenie jednych z pierwszych na polskim rynku kapitałowym instrumentów dłużnych oraz realizację transakcji. Następnie zatrudniony w Departamencie Finansowania Przedsiębiorstw, gdzie pełnił również funkcję dyrektora Biura Dłużnych Papierów Wartościowych.

Absolwent Szkoły Głównej Handlowej (kierunek bankowość oraz podyplomowe studia z rachunkowości).

Table of Contents

Spis treści

Piotr Kowalski

Synthetic presentation of the subject of the analysis	8
<i>Syntetyczna prezentacja przedmiotu analizy</i>	

Agnieszka Gontarek

Presentation of selected domestic regulations and factors	18
<i>Prezentacja wybranych regulacji/czynników krajowych</i>	

Tomasz Gałka

Selected consequences of excessive burdens	30
<i>Niektóre skutki nadmiernych obciążeń</i>	

The list of previous PBR-CASE / BRE Bank-CASE and mBank-CASE Seminar Proceedings	44
<i>Lista Zeszytów PBR-CASE / BRE Bank-CASE i mBank-CASE</i>	

The development of non-government bond market in Poland against a comparative background

Rozwój rynku obligacji pozarządowych w Polsce na tle porównawczym

Good day to you. First and foremost, I would like to thank you for the invitation. As suggested by the title of the presentation, I will present you a large number of statistics, though I will try to be gentle about it.

Ladies and Gentlemen, Fitch has been keeping track of what is happening on the Polish market since eighteen years. So you can say that this market has just reached the age of majority.

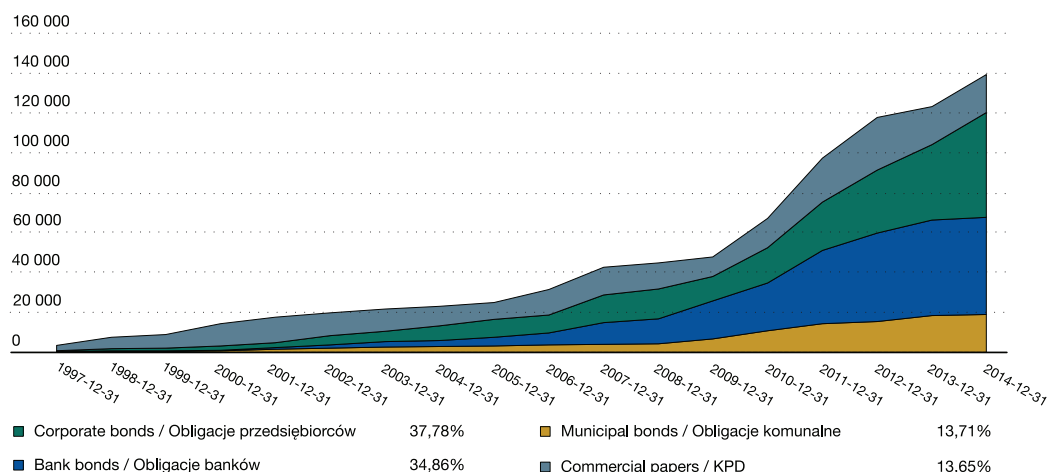
Its development was as follows: at the beginning, the largest market share was constituted by short securities (as far as short-term debt instruments are concerned, it was 75%). Over the years, this situation has changed dramatically: currently, bonds of enterprises and banks are in the lead. On the market, there are also municipal bonds and short-term debt instruments available, but their share is definitely smaller. Municipal bonds are quite a specific paper type on the Polish market and I will say a few words on this subject later on. As far as the market as a whole is concerned, after the outbreak of the crisis, that is after the fall of Lehman in 2009, the things started to look in a pretty interesting way.

Dzień dobry Państwu. Przede wszystkim chciałem podziękować za zaproszenie. Jak sugeruje tytuł prezentacji, przedstawię Państwu pokazną liczbę statystyk, choć postaram się być łagodny w tym zakresie.

Proszę Państwa, Fitch śledzi to, co się dzieje na Polskim rynku od osiemnastu lat. Można więc powiedzieć, że rynek ten właśnie osiągnął pełnoletność.

Jego rozwój wyglądał następująco: na początku największy udział w rynku miały krótkie papiery wartościowe (jeżeli chodzi o krótkoterminowe papiery dłużne, było to 75%). Z upływem lat sytuacja ta diametralnie się zmieniła: obecnie prym wiodą obligacje przedsiębiorstw i obligacje banków. Na rynku dostępne są także obligacje komunalne i krótkoterminowe papiery dłużne, ale ich udział jest zdecydowanie mniejszy. Obligacje komunalne to dosyć specyficzny papier na polskim rynku i później powiem parę słów na ten temat. Jeżeli chodzi rynek jako całość, to po wybuchu kryzysu, czyli po upadku Lehmana od 2009 roku, zaczęło się na nim robić całkiem ciekawie.

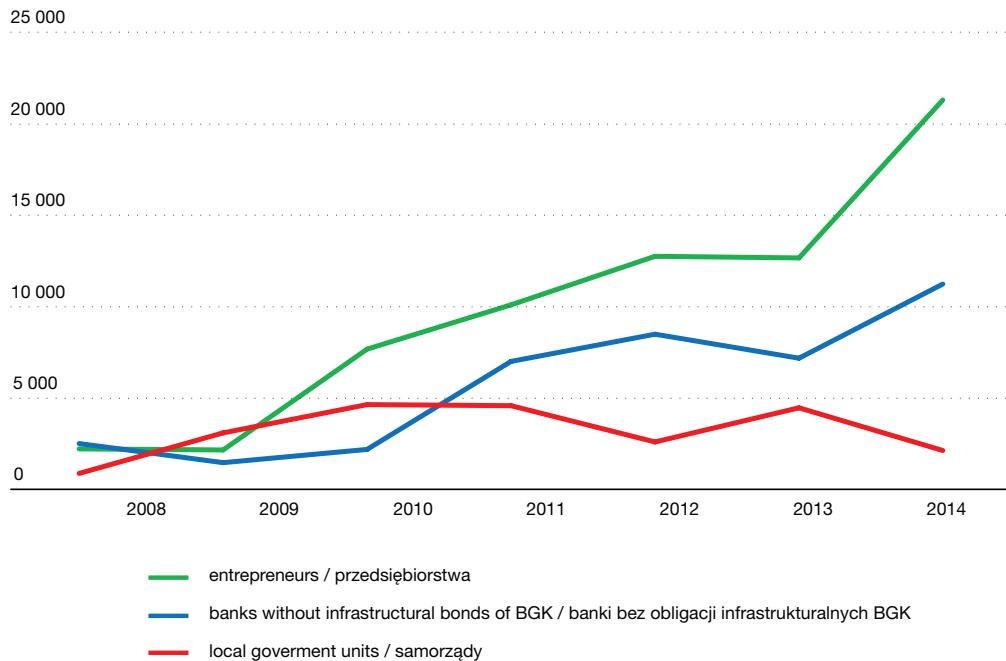
Figure 1: Market of non-treasury debt securities 1997–2014 / Wykres 1: Rynek nieskarbowych papierów dłużnych 1997–2014



Source: Fitch Polska S.A.

Źródło: Fitch Polska S.A.

Figure 2: Long-term bonds — issues in a given year / Wykres 2: Obligacji długoterminowe — emisje w danym roku



Source: Fitch Polska S.A.

Źródło: Fitch Polska S.A.

The above chart illustrates how the upward trend in individual segments looked like — as you can see, the powerhouse here are bonds of enterprises. Differences in views on the history of the development of our market stem from the fact that some of us are optimistic and others pessimistic, and therefore we correspondingly see the glass as half full or half empty. Given the increase at a level of 400%, many of us will say that it is fantastic. The pessimist, however, may consider that the market was built almost from scratch, so the increase in the indicators is nothing extraordinary. In our opinion, except that the market is generally growing — especially in the last few years — it is essential that this initiative results mainly from the supply side, i.e. the entrepreneurs.

After the crisis, and in the course of it, many entrepreneurs, businesses, and financial directors in the enterprises realised that having only one source of funding in the form of a bank loans, even if they come from several banks, is not the most reasonable option. What they could do in this respect? They could look for sources of funding on the stock market or the debt market. The data that we have suggests that many actors have chosen the second option. I would like also to point out that last year, serious issuances finally began — serious in terms of the Polish market (mainly due to the energy sector).

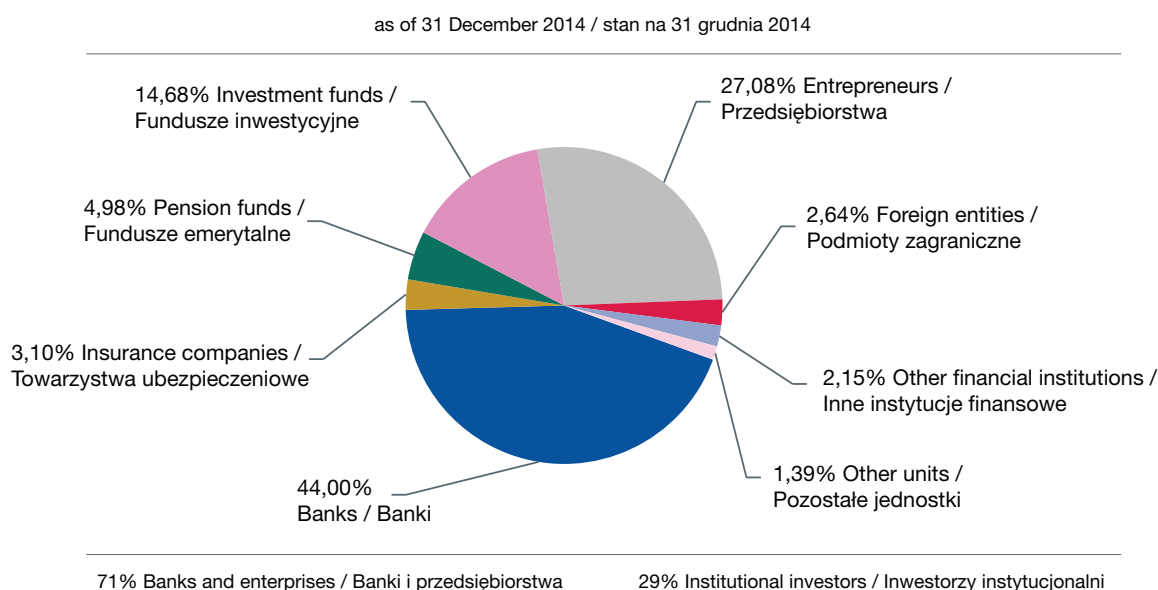
Powyższy wykres obrazuje, jak wyglądał trend wzrostowy w danych segmentach — jak widać, motorem napędowym są obligacje przedsiębiorstw. Różnice w poglądach na temat historii rozwoju naszego rynku wynikają z tego, że niektórzy z nas są optymistami, a inni — pesymistami, w związku z czym odpowiednio widzą szklankę do połowy pełną albo do połowy pustą. Biorąc pod uwagę wzrost na poziomie 400% wielu z nas powie, że jest fantastycznie. Pesymista może jednak uznać, że rynek budowano prawie od zera, więc taki wzrost wartości wskaźników nie jest czymś nadzwyczajnym. Według nas oprócz tego, że rynek w ogóle się rozwija — zwłaszcza w ostatnich kilku latach — istotnym jest, że inicjatywa ta wynika głównie ze strony podażowej, czyli ze strony przedsiębiorstw.

Po kryzysie, a także i w trakcie jego trwania, wielu przedsiębiorców, przedsiębiorstw, oraz dyrektorów finansowych w przedsiębiorstwach zorientowało się, że posiadanie tylko jednego źródła finansowania w postaci kredytu bankowego, nawet jeżeli pochodzą one z kilku banków, nie jest najrozsądniejszym rozwiązaniem. Co mogli w związku z tym zrobić? Szukać źródła finansowania albo na giełdzie albo na rynku długu. Dane, które posiadamy, sugerują, że wiele podmiotów wybrało tę drugą opcję. Zwracam także uwagę, że w zeszłym roku zaczęły się wreszcie poważne emisje — poważne jak na rynek Polski (głównie za sprawą sektora energetycznego).

If you look at Chart 2, it turns out that in the last year more than 21 billion were issued in corporate bonds on the domestic market. This is an absolute record (in the previous years, the increases amounted to several billion a year). If we take into account the issuances of Polish companies in foreign markets, we need to add to the above amount yet another 13 billion zlotys. Thus, the value of the overall market, without dividing into the domestic and international corporate market, amounted to almost 35 billion zlotys in the last year. By comparing this value with the ceiling from which we started, this is an enormous progress.

Jeśli spojrzymy na Wykres 2, to okazuje się, że w zeszłym roku na rynku krajowym wyemitowano ponad 21 mld obligacji korporacyjnych. Jest to absolutny rekord (w poprzednich latach wzrosty wynosiły kilka miliardów rocznie). Jeśli weźmiemy pod uwagę emisje polskich przedsiębiorstw na rynkach zagranicznych, to do tej kwoty musimy dorzucić jeszcze kolejne 13 mld złotych. Tym samym wartość całego rynku, bez podziału na rynek krajowy międzynarodowy korporacyjny, wyniosła w zeszłym roku prawie 35 mld złotych. Porównując tę wartość z pułapem, z jakiego startowaliśmy, jest gigantyczny postęp.

Figure 3: Purchasers of debt securities / Wykres 3: Nabywcy papierów dłużnych



Source: NBP based on data of 20 banks

Źródło: NBP na podst. danych 20 banków

In turn, Chart 3 shows the purchaser structure. Less than one-third of the purchasers are institutional investors. In this respect, the Polish market is vastly different from the other European markets, as well as from the American market, where this type of investors plays a leading role (including mainly insurance companies, pension funds and investment funds). The data on the chart indicates that given the investments in the papers of the market as a whole, pension and insurance funds in Poland are of marginal importance.

Wykres 3 przedstawia natomiast strukturę nabywców. Niespełna jedna trzecia z nich to inwestorzy instytucjonalni. Pod tym względem rynek polski kolosalnie różni się od pozostałych rynków europejskich, a także od rynku amerykańskiego, gdzie ten typ odgrywa wiodącą rolę (są to przede wszystkim firmy ubezpieczeniowe, fundusze emerytalne i fundusze inwestycyjne). Dane na wykresie wskazują, że biorąc pod uwagę inwestycje w papiery całego rynku, fundusze emerytalne i ubezpieczeniowe mają w Polsce znaczenie marginalne.

Recently, information appeared in the press that pension funds are no longer buying debt securities. You can ask yourself whether this is an important event for the market or not. If we look at Chart 3, we see that the proportion of these investors is less than 5%. Therefore, you can risk an argument that they are not the most important buyer of this type of securities,

W ostatnim czasie w prasie pojawiły się informacje, że fundusze emerytalne przestały kupować papiery dłużne. Można zadać sobie pytanie, czy jest to ważne zdarzenie dla rynku, czy nie. Jeśli spojrzymy na Wykres 3, to widzimy, że udział tych inwestorów wynosi niespełna 5%. W związku z tym można zaryzykować tezę, że nie jest to najważniejszy, przynajmniej w Polsce, nabywca tego

at least in Poland. A much greater role is played by investment funds. As you know, actually in any fund company at the moment there are dedicated funds that invest in corporate bonds. In our opinion, this is a positive factor.

If we look at the individual segments and try to determine who the biggest investor is, the situation looks a lot more interesting. It is widely known that banks are present everywhere. They deal primarily with organising issues for individual entities interested to raise capital, and — in the absence of interest in buying of bonds — with the purchase of papers that did not find takers. This phenomenon is particularly evident in the case of local governments. This is due to the legal matters; if a local government unit wants to take a loan from a bank, it must organise a public tender, but if it wants to organise bond issues, the tender is not required. In connection with the above, a lot of issues are really loans, only in a different form (hence the high proportion of banks in this segment). Also the issue of debentures is interesting. In this case, half of the investors are foreign entities — mainly pension funds, insurers, and investment funds.

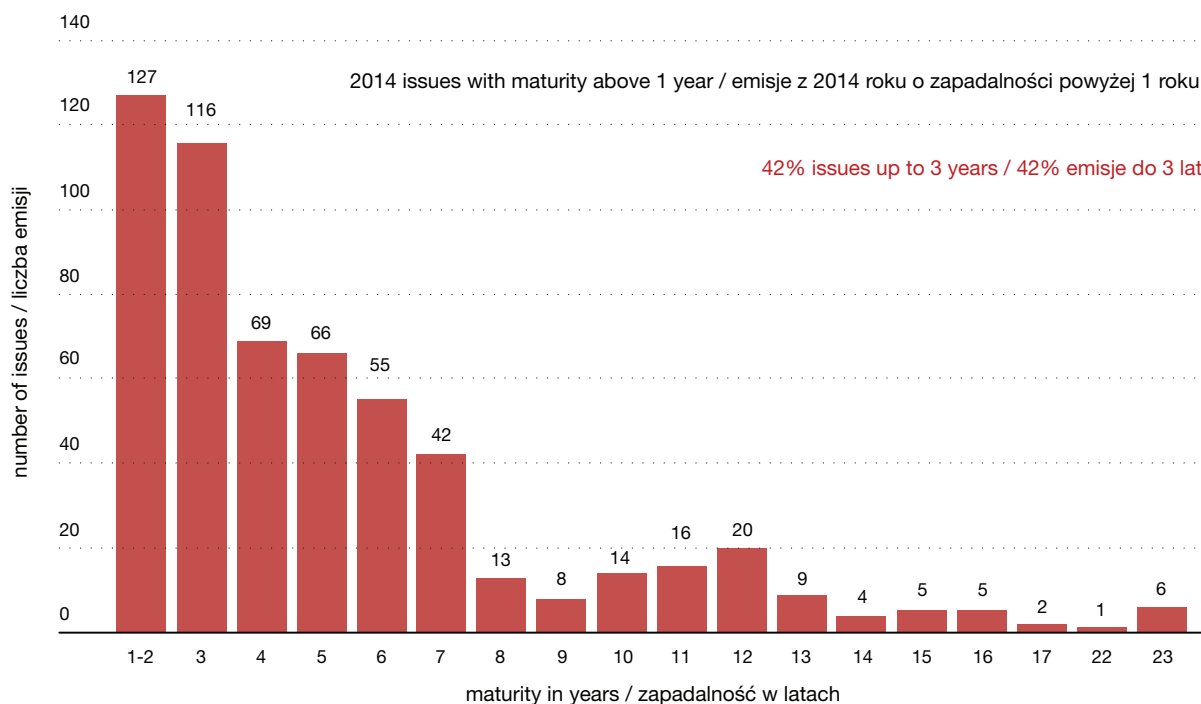
In the light of legal changes which are to enter into force probably still in this year (they will cover most aspects of the functioning of this market), it can be assumed that the market for corporate bonds in our country will soon begin to rapidly develop. Now we have to deal with some legal barriers that prevent the rating agencies from granting higher ratings to debentures than to banks. From the point of view of the issuance there is no much economic sense in that. However, if we look at the companies, it turns out that the main investors are banks that organise issues for these companies, as well as other enterprises. From the perspective of enterprises, investing in this type of papers is in a sense an alternative to deposits in banks (bonds can be seen as a controlled risk with a greater spread). Taking all this into account, you can see that in terms of the investor structure, the Polish market is very different from international markets.

typu papierów. O wiele większą rolę odgrywają fundusze inwestycyjne. Jak państwo wiedzą, właściwie w każdym towarzystwie funduszy w tej chwili znajdują się dedykowane fundusze, które inwestują w obligacje przedsiębiorstw. W naszej opinii jest to pozytywny czynnik.

Jeżeli przyjrzymy się poszczególnym segmentom i spróbujemy ustalić kto jest największym inwestorem, to sytuacja wygląda o wiele ciekawiej. Powszechnie wiadomo, że banki są obecne wszędzie. Zajmują się one przede wszystkim organizowaniem emisji dla poszczególnych podmiotów zainteresowanych pozyskaniem kapitału i — w razie braku zainteresowania zakupem obligacji — nabywają papiery, na które nie znaleziono chętnych. Zjawisko to jest szczególnie widoczne w przypadku samorządów. Wynika to z kwestii prawnych; jeżeli samorząd chce zaciągnąć kredyt w banku, to musi zorganizować przetarg publiczny, natomiast jeśli chce zorganizować emisję obligacji, to przetarg nie jest wymagany. W związku z tym, bardzo dużo emisji to jest tak naprawdę kredyt, tylko w innej formie (stąd taki duży udział banków w tym segmencie). Interesująca jest również kwestia listów zastawnych. W tym przypadku połowa inwestorów to podmioty zagraniczne — głównie fundusze emerytalne, ubezpieczyciele, i fundusze inwestycyjne.

W świetle zmian prawnych, które mają wejść w życie prawdopodobnie jeszcze w tym roku (dotyczyć one będą większości aspektów funkcjonowania tego rynku) można założyć, że rynek obligacji korporacyjnych w naszym kraju wkrótce zacznie się dynamicznie rozwijać. Obecnie mamy do czynienia z pewnymi barierami prawnymi, które uniemożliwiają agencjom ratingowym nadawanie wyższych ratingów dla listów zastawnych niż bankom. Z punktu widzenia emisji nie ma to wielkiego sensu ekonomicznego. Natomiast jeśli spojrzymy na przedsiębiorstwa, to okazuje się, że główni inwestorzy to banki, które organizują emisje dla tych przedsiębiorstw, i inne przedsiębiorstwa. Z perspektywy przedsiębiorstw inwestycja w tego typu papiery jest w pewnym sensie alternatywą dla lokat w bankach (obligacje można postrzegać jako kontrolowane ryzyko z większym spreadem). Biorąc wszystko to pod uwagę, widać, że pod względem struktury inwestorów rynek polski bardzo różni się od rynków międzynarodowych.

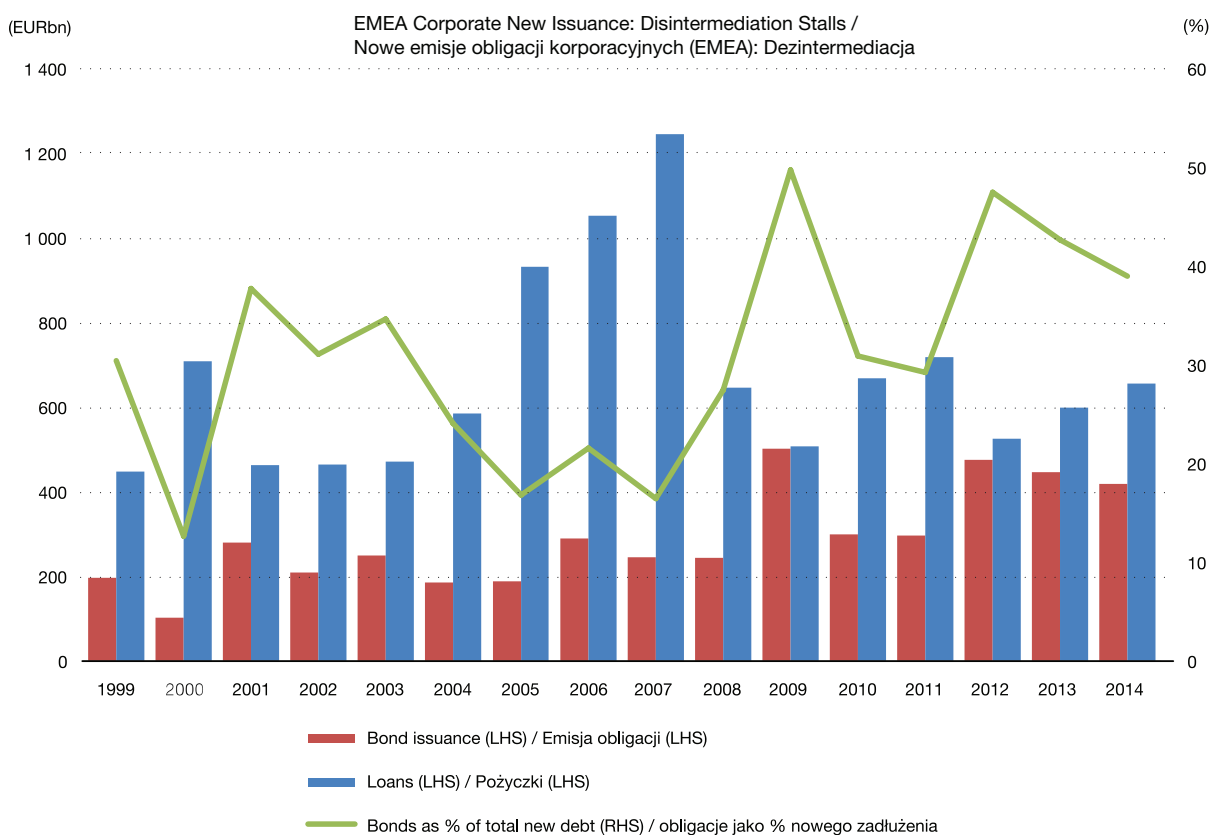
Figure 4: Number of issues with a given maturity / Wykres 4: Liczba emisji o danej zapadalności



Source: Fitch Polska S.A.

Źródło: Fitch Polska S.A.

Figure 5: International markets / Wykres 5: Rynki międzynarodowe



Source: Dealogic, Fitch

Źródło: Dealogic, Fitch

When it comes to maturity — as shown in Chart 4 — more than 40% of issues are short issues, with a maturity of up to 3 years. In the West, this period is steadily growing — the maturity dates reach between 5 to 7 years, which is currently connected with a very low level of interest rates. We should also remember that on the international markets, the industry standard is to carry out fixed interest issues. In Poland, this is an exception. In our country, most of the issues carried out are variable rate ones. Thus, it is clear that if there are low interest rates, many companies in Europe or in the United States simply secure for themselves low-cost money for the future. Therefore, in the past 3–4 years, the non-governmental debt market in Europe witnessed records in issue values.

Chart 5 shows the funding sources of entrepreneurs. Until the outbreak of the financial crisis, the situation on the international markets and on the Polish market was similar — bank loans prevailed. Such was the tradition in Europe and such is the tradition in Poland. In the case of our country, it is also necessary to take into account the issue of structural excess liquidity of the banking sector, which we have had to deal with for many years. A credit has always been the easier solution — we all knew what a credit is, no one had to wonder what to do with it. After the crisis, or in times of crisis, when banks have to restrict lending, the only alternative for many companies was looking for a solution on the debt market.

Please bear in mind that there were moments when the share of bonds in the newly incurred liabilities of enterprises amounted to almost 50%. Currently, the ratio is 30–40%. It should be noted that, given the historically low level of debt financing, this value should be seen as relatively high. In the United States, companies finance themselves mostly with issues on the capital market (80%) and, to a lesser extent, bank credit (20%). The current trend and forecasts accompanying it indicate that Europe follows the American path. No one claims that the same ratio will be achieved, but most experts believe that it will be 50% to 50%, or 60% to 40%. Therefore, the debt market in Europe will play an increasing role in financing of companies, particularly as regards small and medium-sized entrepreneurs, which for most banks may not be as attractive a client to grant a loan in the light of the new legislation.

Jeżeli chodzi o zapadalność, to — jak widać na Wykresie 4 — ponad 40% emisji to emisje krótkie, o terminie zapadalności do 3 lat. Na Zachodzie okres ten systematycznie się wydłuża — termin zapadalności sięga 5-7 lat, z czym związany jest obecnie niezwykle niski poziom stóp procentowych. Trzeba też pamiętać o tym, że na rynkach międzynarodowych, standardem jest przeprowadzenie emisji na stałą stopę. W Polsce jest to wyjątek. W naszym kraju większość emisji przeprowadza się na zmienną stopę. Tym samym oczywistym jest, że w przypadku występowania niskich stóp procentowych wiele przedsiębiorstw w Europie czy w Stanach po prostu gwarantuje sobie niskie koszty pieniądza na przyszłość. Dlatego też, w ciągu minionych 3–4 lat rynek długu pozarządowego w Europie notował rekordy w kwestii wartości emisji.

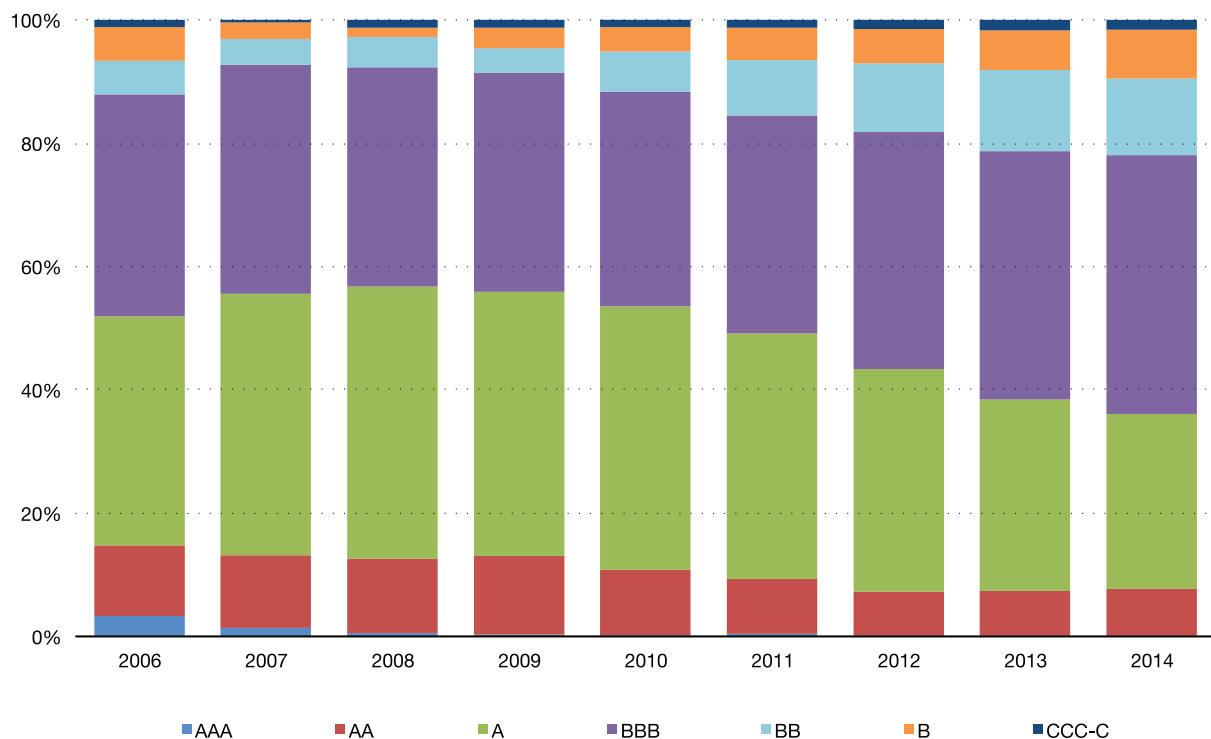
Wykres 5 przedstawia źródła pozyskiwania kapitału przedsiębiorstwa. Do czasu wybuchu kryzysu finansowego sytuacja na rynkach międzynarodowych oraz na rynku polskim była podobna — przeważały kredyty bankowe. Taka była tradycja w Europie i taka jest tradycja w Polsce. W przypadku naszego kraju dochodzi do tego kwestia strukturalnej nadpłynności sektora bankowego z którą mamy do czynienia od wielu lat. Wzięcie kredytu zawsze było rozwiązaniem łatwiejszym - wszyscy wiedzieli co to jest kredyt, nikt nie musiał się zastanawiać co z tym zrobić. Po kryzysie, czy w czasie kryzysu, kiedy banki musiały ograniczyć akcję kredytową, jedyną alternatywą dla wielu przedsiębiorstw było szukanie rozwiązania na rynku długu.

Proszę zauważyć, że były momenty, kiedy udział obligacji w nowo zaciąganych zobowiązaniach przedsiębiorstw wynosił prawie 50%. Obecnie wskaźnik ten wynosi 30–40%. Podkreślić należy, że biorąc pod uwagę historycznie niski poziom finansowania się długiem, wartość tę należy postrzegać jako względnie wysoką. W Stanach Zjednoczonych przedsiębiorstwa finansują się głównie emisją na rynku kapitałowym (80%), a w mniejszym stopniu kredytem bankowym (20%). Obecny trend i towarzyszące mu przywidzowania wskazują, że Europa idzie w kierunku schematu amerykańskiego. Nikt nie twierdzi, że osiągnięte zostaną te same proporcje, ale większość ekspertów uważa, że wyniosą one 50% do 50%, lub 60% do 40%. Tym samym rynek długu w Europie będzie odgrywał coraz większą rolę w finansowaniu przedsiębiorstw, zwłaszcza jeśli chodzi o małe i średnie spółki, które dla większości banków w świetle nowych przepisów mogą nie być tak atrakcyjne jako klient dla kredytu bankowego.

Since I am a representative of a rating agency, I would like to say a few words on how the market looks in terms of ratings. Historically, it was believed that ratings fall into two categories: investment ratings and speculative ratings, and the border between them was triple B. After the crisis, the situation has somewhat changed. Currently, double B ratings for investors, or ratings in the double B category, are very attractive — the risk is at an acceptable level, while spreads are more than decent. As you can see from the charts, the volume of issues in the double B category is steadily growing. At present, single B category is considered a truly speculative one, as well as everything which is below that level. How Charts 5 and 6 show, the maturity period for this type of issues is extending. This is connected, *inter alia*, with the low interest rate environment — the issuers want to secure cheap funding for the longest time possible.

Ponieważ jestem przedstawicielem agencji ratingowej, to chciałbym powiedzieć parę słów na temat tego jak rynek wygląda od strony ratingów. Historycznie uważało się, że ratingi dzielą się na dwie kategorie: rating inwestycyjny i rating spekulacyjny, a granicą między nimi jest poziom potrójne B. Po kryzysie sytuacja nieco się zmieniła. Obecnie dla inwestorów ratingi na poziomie podwójne B, czy w kategorii podwójne B, to ratingi bardzo atrakcyjne — ryzyko jest na akceptowalnym poziomie, natomiast spready są więcej niż przyzwoite. Jak widać na wykresach, wielkość emisji w kategorii podwójne B systematycznie rośnie. W tej chwili za prawdziwie spekulacyjną kategorią uważa się pojedyncze B oraz wszystko to co znajduje się poniżej tego poziomu. Jak pokazują Wykresy 5 i 6, okres zapadalności tego typu emisji się wydłuża. Ma to m. in. związek z niskim środowiskiem stóp procentowych — emitenci chcą zapewnić sobie tanie finansowanie na jak najdłuższy czas.

Figure 6: Issuance structure — maturity and ratings / Wykres 6. Struktura emisji — zapadalność i ratingi

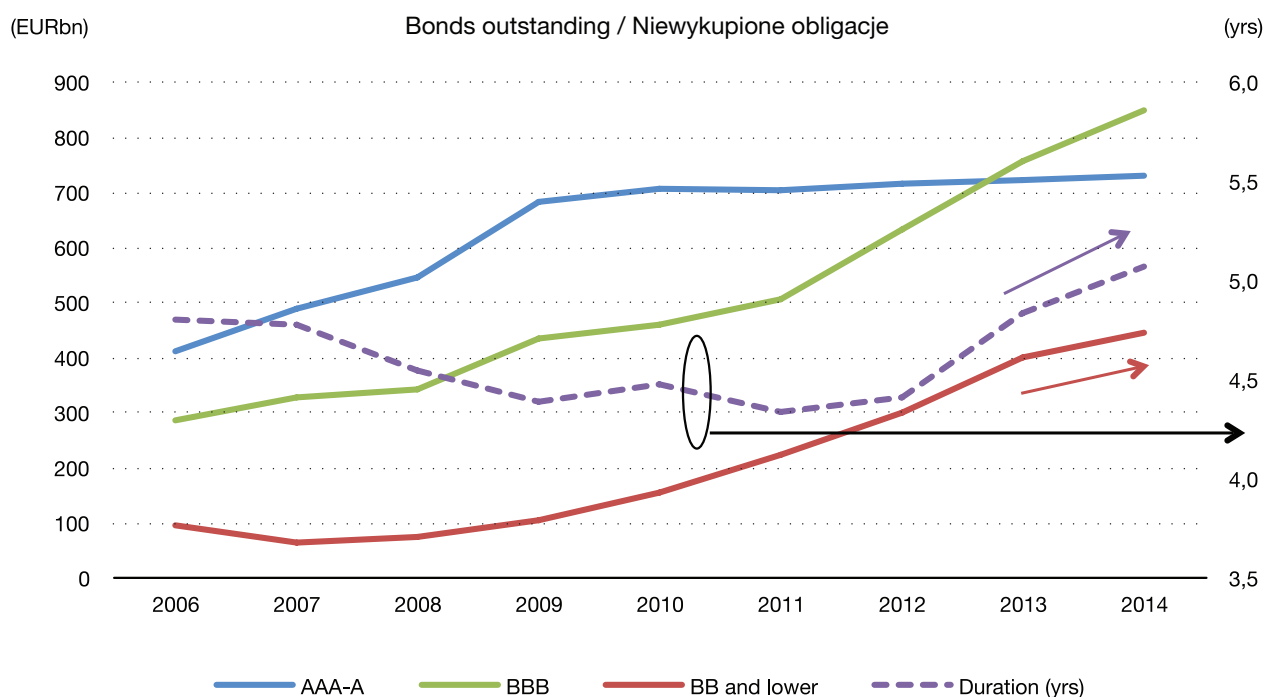


Bonds outstanding: EUR2.02trn as of 31 December 2014 / Niewykupione obligacje: EUR2.02trn stan na 31 December 2014

Source: Fitch, Bloomberg.

Źródło: Fitch, Bloomberg.

Figure 7: Issuance structure — maturity and ratings / Wykres 7: Struktura emisji — zapadalność i ratingi



Source: Fitch, Bloomberg.

Źródło: Fitch, Bloomberg.

As I have already mentioned, bank credit is the main source of funding for Polish enterprises — its share is about 82%. In the case of debt instruments, it is less than 18%. When it comes to financing companies in Poland, in Europe, it is 30–40%. When it comes to debt in the United States, it is 80. It makes no sense to comment on the size of the market because the European market or the market of the whole region supported by us (Europe and Middle East) is roughly a dozen times larger than the Polish market. A very interesting topic is the volume of issues. There are some standards on the European market, from which it is clear that organisation of issues below 100 million Euros is quite difficult. This task is not impossible, but it concerns a completely different category of investors. Taking this into account, it becomes clear why so few Polish companies are present on the international market — because how many companies in our country is able to intelligently invest, or use for any other needs, half a billion zlotys. The examples are scarce — there is, of course, the energy sector, telecommunications sector, chemical sector, and a few others. However, there is no doubt that smaller companies are not able to organise such a project. In Poland, the average issue volume is approx. 50 million zlotys. If we take into account the largest issues, the average volume ranges between 50 to 100 million zlotys. Comparing this result to the volumes reached

Jak już wspominałem, kredyt bankowy jest głównym źródłem finansowania działalności polskich przedsiębiorstw — jego udział wynosi ok. 82%. W przypadku instrumentów dłużnych jest to niespełna 18%. Jeśli chodzi o finansowanie przedsiębiorstw w Polsce, w Europie, jest to 30–40%. Jeśli chodzi o dług w Stanach Zjednoczonych, to jest 80. Nie ma sensu komentować wielkości rynku, ponieważ rynek europejski czy rynek całego obsługiwane przez nas regionu (Europa oraz Bliski Wschód) jest mniej więcej kilkanaście razy większy niż rynek polski. Bardzo ciekawą kwestią jest natomiast wielkość emisji. Na rynku europejskim obowiązują pewne standardy, z których jasno wynika, że organizacja emisji poniżej 100 mln euro jest dość trudna. Nie to zadanie niemożliwe, ale dotyczy zupełnie innej kategorii inwestorów. Biorąc to pod uwagę, jasnym staje się dlaczego tak mało firm z Polski jest obecnych na rynku międzynarodowym, bo ile firm w naszym kraju jest w stanie zagospodarować inteligentnie pół miliarda złotych na inwestycje, czy na jakiegokolwiek inne potrzeby. Przykładów jest niewiele — są to oczywiście sektory energetyczny, telekomunikacyjny, chemiczny oraz kilka innych. Nie ma jednak wątpliwości, że mniejsze spółki nie są w stanie zorganizować takiego przedsięwzięcia. W Polsce średnia wielkość emisji to ok. 50 mln złotych. Jeżeli weźmiemy pod uwagę te największe emisje, to średnia wielkość mieści się w przedziale 50–100 mln złotych. Porównując ten wynik

on the international markets, you can see that the difference is enormous. However, this is not a surprise, because the Polish market has been operating for only 18 years, while American and European one — for a definitely longer period of time.

When it comes to standards, a separate seminar can be conducted to tackle this topic. However, I would like to draw your attention to one thing, namely the documentation. In the UK, an issue can be arranged within a few days. Why? Because no one needs to devote time to the documentation there, as it is legally standardised. The procedure is always the same, and the only thing that is subject to debate are issue conditions — how big it is, to whom it is addressed, etc. Thus, the issue proceeds quickly and efficiently. In Poland, the documents are not yet standardised. Investors often point out that with each issue they have to hire lawyers who check how everything was organised by the bank and what was contained in the documentation. It is not particularly complicated to introduce standards, and it enormously simplifies the operation of the market.

As I mentioned, the main investors in Poland are banks and companies. In the West, institutional investors prevail. In the United States, one should also add to this a very large group of individual investors — I do not mean here the investors who buy units in investment funds, but people who directly invest in specific papers. The said phenomenon in that country makes itself felt especially when it comes to the issuance of municipal bonds, where residents buy the bonds of their own city in order to promote its development.

Also the subject of liquidity is noteworthy. The news appearing in the press, saying that the Polish debt market, Catalyst, is illiquid, are appalling. It should be highlighted that the debt market will always be illiquid. This is because the main investors on it are insurance companies and pension funds, or entities that buy papers not to trade them but to safely earn money on them, and therefore hold them up until the date of redemption. Therefore, if someone suggests that the debt market should be as smooth as the stock market, this means they do not understand how this market works.

I have already talked about ratings, but I would like to discuss one more topic. In the United States, companies from Europe, which do not have two ratings, cannot even dream of entering the market. In Europe, more than 90% of issues have at least one rating. In Poland,

to wielkości osiągniętych na rynkach międzynarodowych widać, że różnica jest kolosalna. Nie ma jednak się czemu dziwić, rynek polski funkcjonuje bowiem zaledwie 18 lat, rynki amerykański i europejski — zdecydowanie dłużej.

Jeżeli chodzi o standardy, to na ten temat można by zorganizować oddzielne seminarium. Chciałbym jednak zwrócić uwagę na jedną rzecz, a mianowicie na dokumentację. W Wielkiej Brytanii przeprowadzenie emisji można zorganizować w ciągu paru dni. Dlaczego? Dlatego, że tam nikt nie zajmuje się dokumentacją, ponieważ od strony prawnej jest ona ustandaryzowana. Procedura zawsze wygląda tak samo, a jedyna rzecz, która podlega dyskusji, to warunki emisji — jak duża jest, do kogo jest skierowana itp. W związku z tym organizacja przebiega szybko i sprawnie. W Polsce dokumenty nadal nie są wystandaryzowane. Inwestorzy często zwracają uwagę, że przy każdej emisji muszą angażować prawników, którzy sprawdzają jak bank wszystko zorganizował i co zawarto w dokumentacji emisyjnej. Wprowadzenie standaryzacji nie jest szczególnie skomplikowane, natomiast diametralnie upraszcza funkcjonowanie rynku.

Jak wspominałem, głównymi inwestorami w Polsce są banki i przedsiębiorstwa. Na Zachodzie dominują inwestorzy instytucjonalni. W Stanach Zjednoczonych dochodzi do tego jeszcze bardzo duża grupa inwestorów indywidualnych — na myśli mam nie inwestorów, którzy kupują jednostki funduszy inwestycyjnych, tylko osoby, które bezpośrednio inwestują w konkretne papiery. W państwie tym zjawisko to daje o sobie znać zwłaszcza jeśli chodzi o emisję obligacji komunalnych, gdzie mieszkańcy kupują obligacje własnego miasta po to, żeby wspierać jego rozwój.

Na uwagę zasługuje też kwestia płynności. Bulwersujące są informacje pojawiające się w prasie mówiące, że polski rynek długu, czyli Catalyst, jest niepłynny. Należy podkreślić, że rynek długu zawsze będzie niepłynny. Jest tak dlatego, że głównymi inwestorami są firmy ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne, czyli podmioty które kupują papiery nie po to żeby nimi handlować, ale żeby bezpiecznie na nich zarabiać i w związku z tym trzymają je do daty wykupu. W związku z tym jeżeli ktoś sugeruje, że rynek długu powinien być tak płynny jak rynek akcji, to znaczy że nie rozumie jak ten rynek funkcjonuje.

O ratingach już co prawda mówiłem, ale chciałbym omówić jeszcze jedno zagadnienie. W Stanach Zjednoczonych firmy z Europy, które nie posiadają

we have so far to deal with a reverse trend — the majority of issues does not have a rating. Fortunately, the largest ones (even in the retail segment, e.g. PKN Orlen) already have one, which was visible in the last year. For me, it is hard to tell whether the rating should be common or not, because as an employee of a rating agency I am not objective. What is certain is that this is a subject worth attention. We should also consider issues such as the direction of the development of the Polish market, the pace of development, its determinants, and the role of banks. It is often said that in view of the fact that in Poland there are only universal banks and no investment banks such as in the West, we have to deal with an internal competition between the credit departments and the bond departments, which inhibits the development of the debt market. It is also important to find an answer to the question of whether we always should reinvent the wheel. In the West, there is a wide range of patterns that show how the market should work, which solutions are good and which are not, what standards we should deploy. In our country, it is often the case that rather than learn from others, we sit down with a blank sheet and try to come up with something that was invented long ago and can be adjusted to our needs.

dwóch ratingów, nie mogą nawet marzyć, żeby wejść na rynek. W Europie, ponad 90% emisji ma przynajmniej jeden rating. W Polsce mamy póki co do czynienia z odwrotną tendencją - większość emisji nie ma ratingu. Na szczęście, posiadają go już te największe, nawet detaliczne (np. PKN Orlen), co było widać w zeszłym roku. Trudno stwierdzić, czy posiadanie ratingu powinno być powszechne czy nie, ponieważ jako pracownik agencji zajmującej się ratingami nie jestem obiektywny. Pewne jest to, że jest to temat wart uwagi. Należy zastanowić się również nad takimi kwestiami jak kierunek rozwoju polskiego rynku, tempo rozwoju, jego uwarunkowania oraz rola banków. Często mówi się, że w związku z tym, że w Polsce działają tylko banki uniwersalne i nie ma banków inwestycyjnych, tak jak na Zachodzie, to mamy do czynienia z wewnętrzną konkurencją między departamentem kredytów i departamentem emisji obligacji, która to hamuje rozwój rynku długu. Istotne jest również znalezienie odpowiedzi na pytanie, czy my musimy zawsze wywarzać otwarte w drzwi? Na Zachodzie jest szeroka gama wzorców pokazujących jak ten rynek powinien funkcjonować, jakie rozwiązania są dobre, a które nie, jakie standardy powinniśmy wdrożyć. W naszym kraju często jest tak, że zamiast obserwować innych siadamy z pustą kartką, i próbujemy wymyślić coś co już dawno było wymyślone, i co można by spróbować do dostosować do naszych potrzeb.

Catalyst as a stimulant for the development of the market of debt instruments; potential, aspirations, possibilities

Catalyst jako katalizator rozwoju rynku instrumentów dłużnych; potencjał, aspiracje, możliwości

Ladies and Gentlemen, it is good that we started from President Kowalski, who said a lot on global and general topics. It is good, because I, as a representative of the organiser of the organised markets of debt instruments in our country, namely the Warsaw Stock Exchange (WSE), which is — please allow me to highlight that — a capital group — will inevitably spoke about how the situation in the area of organised markets looks like, what are the prospects for them, and what we hope for.

Since I represent the operational division, I think that my address will also be quite focused on operational issues.

Maybe I should start with a few words about history. It is not true that the regulated or — more broadly — organised market for debt instruments came into being in 2009. In fact, the first bonds on the Warsaw Stock Exchange were listed already in 2000.

In the end of 2008, on the main market of the WSE (regulated market), already fifty series of bonds were listed. Of course, the vast majority of these were Treasury bonds. An important impulse that gave momentum to the organised debt market in Poland was the launch of the Catalyst market, which took place in September 2009. At the inauguration, five municipal issuers, or bonds of local government units, and five corporate issuers, entered the market. With the launch of the Catalyst we introduced also a solution consisting in giving authorization to bonds. This meant transparency of the issuer (by publication of certain information indicated in the WSE publications), while the bonds themselves were not listed. At present, we have abandoned this concept which was not exactly a success, but this was what we started with in 2009.

Working on the concept of the Catalyst market, we were obviously looking for an answer to the question why it should work. While working on the project — to which

Proszę Państwa, dobrze, że zaczęliśmy od Pana Prezesa Kowalskiego, który powiedział dużo rzeczy globalnych i ogólnych. Bo ja, jako reprezentantka organizatora rynków zorganizowanych instrumentów dłużnych w naszym kraju, czyli grupy kapitałowej Giełdy Papierów Wartościowych (GWP), podkreślam — grupy kapitałowej — będę siłą rzeczy mówiła o tym, jak sytuacja wygląda w obszarze rynków zorganizowanych, jakie są dla nich perspektywy, i na co mamy nadzieję.

Ja reprezentuję pion operacyjny, także myślę, że moje wystąpienie też będzie dosyć skupione na kwestiach operacyjnych.

Może na początek parę słów historii. Nie jest prawdą, że rynek instrumentów dłużnych, regulowany czy — szerzej — zorganizowany, powstał w 2009 r. Pierwsze obligacje na giełdzie papierów wartościowych były bowiem notowane już w 2000 r.

Pod koniec 2008 r. na Głównym Rynku GPW (ryнку regulowanym) notowanych było już pięćdziesiąt serii obligacji. Oczywiście znakomita większość to były obligacje skarbowe. Istotnym impulsem, który nadał rozpędu zorganizowanemu rynkowi długu w Polsce, było uruchomienie rynku Catalyst, co nastąpiło we wrześniu 2009 r. Na inauguracji rynku zadebiutowało pięciu emitentów komunalnych, czyli obligacje jednostek samorządu terytorialnego, oraz pięciu emitentów korporacyjnych. Wraz z uruchomieniem Catalysta wprowadziliśmy ponadto rozwiązanie polegające na nadawaniu obligacjom autoryzacji; oznaczało to transparentność emitenta (przejawiającą się w publikowaniu pewnych, wskazanych w regulacjach GPW, informacji), obligacje te nie były natomiast notowane. W tej chwili od tego odeszliśmy — koncepcja ta nie do końca się sprawdziła, ale z tym właśnie startowaliśmy w 2009 r.

Pracując nad koncepcją rynku Catalyst, szukaliśmy oczywiście odpowiedzi na pytanie, dlaczego to się może udać. Otrzymywaliśmy podczas prac nad tym projektem — do

we invited, as a matter of fact, a broad group of consultants — we were given as much encouragement, as grumbling such as: "this will not work", "this is a market reserved for banks". Please accept my apology since today I am, so to speak, in a lion's den, but this is what was said then, especially in the banking environment. Nevertheless, we believed that we can indeed go hand in hand and see a common interest in that all. What is more, from the beginning we assumed that it's not like we're going to snatch this business from one another, especially since the business of the stock exchange is strictly organising the market rather than selling or taking up bonds, which in turn is the business of banks. Therefore, we were looking for relevant arguments for why an organised market should come into being.

We believed, *inter alia*, that this will guarantee better access to the bonds on the secondary market. And that is a fact. Anyone who wants to cash out their investment without waiting until maturity can enter this market and sell their bonds. The valuation shaped by the organised market is considered as a better one than valuation based on OTC transactions. This needs liquidity. In addition to liquidity, what we are striving for — and what still needs a lot to be done, although I think that a lot has already been achieved for the period of operation of the Catalyst — is standardisation, which is what President Kowalski spoke about, as well as the comparability of offers. Many issuers argue that leaving the bonds issued by them in circulation on the organised market is an element which raises their credibility for the bondholders, and makes them more credible as entities supervised and authorised by the capital market institutions. As a result, it is easier to sell bonds, or to place an issue.

Chart 1 shows the current architecture of the Catalyst market. Sometimes we are joking that few people in this country really knows what this is all about, what this architecture is all about, but in fact it is all very simple. Catalyst is a trade name, the brand name of the debt instrument market organised by the WSE capital group. In formal terms, there is no such thing as the Catalyst market; the latter is an abbreviation that allows to denote the manner in which debt instruments are traded on the markets organised by two companies of the WSE capital group (WSE itself and its subsidiary, BondSpot SA), with one word. Thus, debt instruments are traded in two places and through two listing systems.

których zaprosiliśmy zresztą szerokie grono konsultantów — tyleż słów otuchy, co głosów malkontentów: „to się nie uda”, „to jest rynek zarezerwowany dla banków”. Przepraszam, jestem tutaj dzisiaj niejako w jaskini lwa, ale tak się właśnie mówiło, zwłaszcza w środowisku bankowym. My natomiast uważaliśmy, że możemy przecieźć ramię w ramię, możemy w tym wszystkim zobaczyć wspólny interes. Co więcej, od początku założyliśmy, że to nie jest tak, że będziemy sobie nawzajem wrywać ten biznes, zwłaszcza, że biznesem giełdy jest stricte organizowanie obrotu, a nie sprzedawanie czy obejmowanie obligacji, co z kolei jest biznesem banków. Dlatego też szukaliśmy odpowiednich argumentów za tym, dlaczego powinien powstać rynek zorganizowany.

Uważaliśmy między innymi, że zagwarantuje to lepszy dostęp do obligacji na rynku wtórnym. I to jest fakt; każdy, kto chce spieniężyć swoją inwestycję nie czekając do dnia zapadalności, może na ten rynek wejść i swoje obligacje sprzedać.

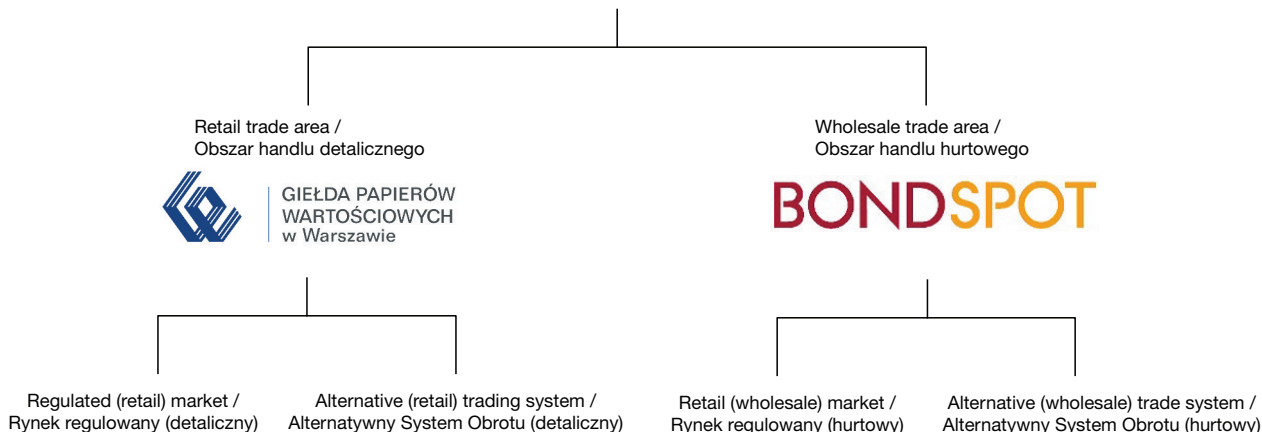
Wycena ukształtowana przez rynek zorganizowany jest uważana za lepszą niż pochodząca z transakcji dokonywanych na rynku pozagiełdowym (*en. Over-the-counter, OTC*). Do tego potrzebna jest płynność. Poza płynnością tym, do czego dążymy — i w czym jest dużo jeszcze do zrobienia, chociaż sądzę, że dużo się już udało przez okres funkcjonowania Catalysta osiągnąć — to standaryzacja, czyli to o czym mówił Pan Prezes Kowalski, a także porównywalność ofert.

Wielu emitentów twierdzi, że pozostawianie emitowanych przez nich obligacji w obrocie na rynku zorganizowanym stanowi element, który podnosi ich wiarygodność w stosunku do obligatariuszy, gdyż uwiarygadnia ich jako podmioty nadzorowane i autoryzowane przez instytucje rynku kapitałowego. W efekcie łatwiej jest takie obligacje sprzedać, czyli uplasować emisję.

Na Wykresie 1 przedstawiona została obecna architektura rynku Catalyst. Czasami sobie żartujemy, że niewiele osób w tym kraju wie tak naprawdę, o co w tym wszystkim chodzi, na czym ta konstrukcja polega, ale w rzeczywistości to jest bardzo proste. Catalyst jest nazwą handlową, marką rynku instrumentów dłużnych organizowanego przez grupę kapitałową GPW. Pod względem formalnym nie ma więc jako takiego rynku Catalyst, to jest skrót pozwalający pod jednym słowem ukryć sposób, w jaki na rynkach organizowanych przez dwie spółki z grupy kapitałowej GPW (samo GPW i jej spółkę zależną — BondSpot SA) dokonuje się obrót

instrumentami dłużnymi. Obrót instrumentami dłużnymi odbywa się więc w dwóch miejscach i za pomocą dwóch systemów notujących.

Figure 1: The Structure of the Catalyst Market / Wykres 1: Struktura rynku Catalyst



Source: Presentation of the Warsaw Stock Exchange on the subject of the market of debt instruments (Catalyst).

Źródło: Prezentacja Giełdy Papierów Wartościowych nt. rynku instrumentów dłużnych (Catalyst).

On the WSE and BondSpot, debt instruments are traded in parallel both as part of the formula of a regulated market as well as in an alternative trading system. On the WSE, securities are traded within the UTP system (Universal Trading Platform), and so the very same system which is used to organise trading in shares and other instruments listed on the stock exchange. Bondspot has its own, slightly different listing system based on different rules. What was the intention of the creators of such an architecture? Well, the intention was that BondSpot should be a wholesale market, and the retail trade should be focused on the stock market.

As a result of these assumptions, the minimum issue value on BondSpot is five million zlotys, while the minimum value of a transaction concluded on the market is one hundred thousand zlotys. There are no such restrictions on the stock market. Of course, this does not mean that very large transactions cannot be entered into on the stock exchange. In fact, such transactions are conducted. As regards the indicators relating to the value of the turnover or the number of transactions concluded whose subject are debt instruments, the WSE exceeds its subsidiary's results almost twice.

Who are the issuers of the instruments listed on Catalyst, then? The group of issuers which has grown most and is still growing, are corporations. Corporate bonds

Równolegle na GPW i BondSpot obrót instrumentami dłużnymi odbywa się zarówno w formule rynku regulowanego, jak i w alternatywnym systemie obrotu. Na giełdzie papierów wartościowych obrót prowadzony jest w systemie UTP (Universal Trading Platform), a więc dokładnie w tym samym systemie, który jest wykorzystywany do organizowania obrotu akcjami i innymi instrumentami notowanymi na giełdzie. Bondspot posiada natomiast swój własny, troszeczkę inny, działający na innych zasadach system notujący. Jakie było zamierzenie twórców takiej architektury? Otóż takie, żeby co do zasady BondSpot był rynkiem hurtowym, a obrót detaliczny obligacjami był skupiony na giełdzie papierów wartościowych.

W efekcie tych założeń, na BondSpocie minimalna wartość emisji, która może zostać wprowadzona, to pięć milionów złotych, natomiast minimalna wartość transakcji zawieranej na tym rynku to sto tysięcy zł. Na giełdzie takich ograniczeń nie ma. Oczywiście nie oznacza to, że na giełdzie nie można zawierać bardzo dużych transakcji, takie transakcje są jak najbardziej przeprowadzane. Jeżeli chodzi o wskaźniki dotyczące wartości obrotów czy liczby zawieranych transakcji, których przedmiotem są instrumenty dłużne, to GPW prawie dwukrotnie przewyższa w swoich wynikach spółkę zależną.

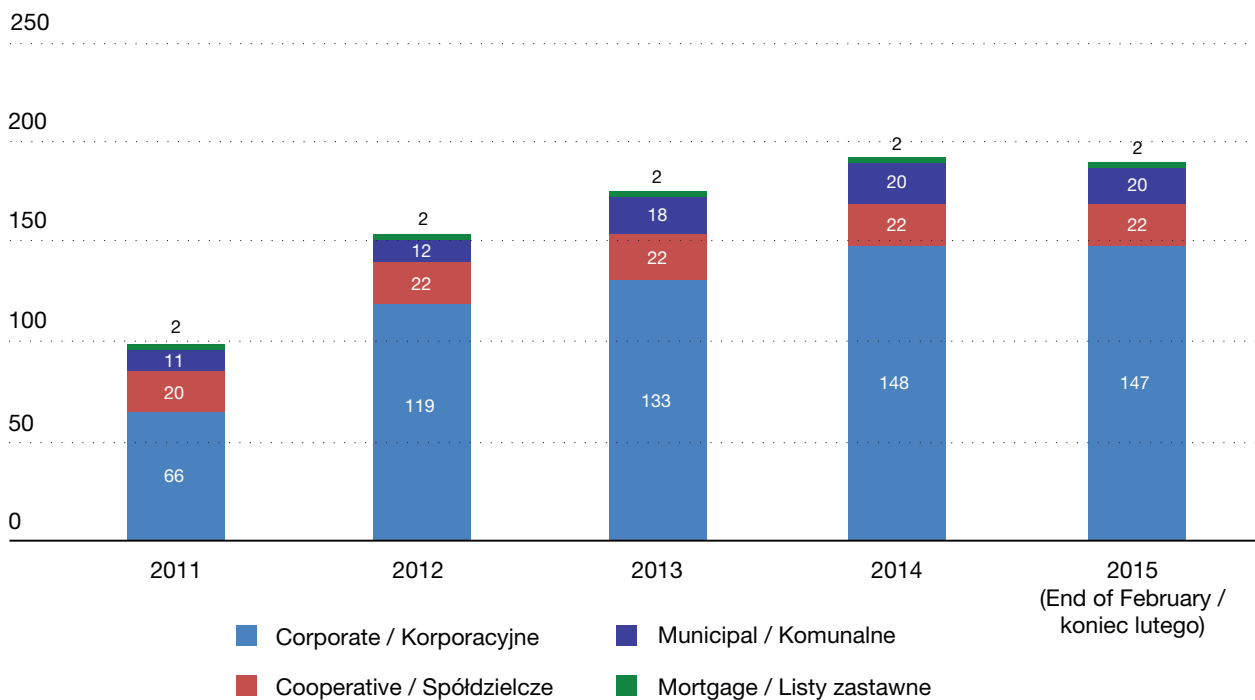
are often issued by private companies that should be understood as non-public entities. On the other hand, a relatively large portion of the bonds listed on the Catalyst market are bonds of the issuers who are at the same time issuers of shares listed on one of the WSE markets and have the status of a public company.

An important group of issuers are also local government entities, cooperative banks, and mortgage banks issuing mortgage bonds (mBank hipoteczny is a great ally of the WSE in building of the market segment of mortgage bonds, for which it recently received an award granted by the Warsaw Stock Exchange). To this, of course, Treasury bonds traded on the organised markets Catalyst system should be added.

Kim są zatem emitenci instrumentów notowanych na rynku Catalyst? Grupą emitentów, która najbardziej się rozwinęła i rozwija nadal, to korporacje. Obligacje korporacyjne emitowane są często przez spółki prywatne, przez co należy rozumieć podmioty niebędące spółkami publicznymi. Stosunkowo dużą część obligacji notowanych na rynkach Catalyst stanowią natomiast obligacje emitentów, którzy są jednocześnie emitentami akcji notowanych na jednym z rynków GPW i posiadają status spółki publicznej.

Ważną grupę emitentów stanowią ponadto jednostki samorządu terytorialnego, banki spółdzielcze, a także banki hipoteczne emitujące listy zastawne (w budowaniu segmentu rynku listów zastawnych mBank hipoteczny jest wielkim sojusznikiem Giełdy, za co otrzymał nawet ostatnio nagrodę przyznawaną przez GPW). Do tego dochodzą oczywiście obligacje Skarbu Państwa notowane w systemie rynków zorganizowanych Catalyst.

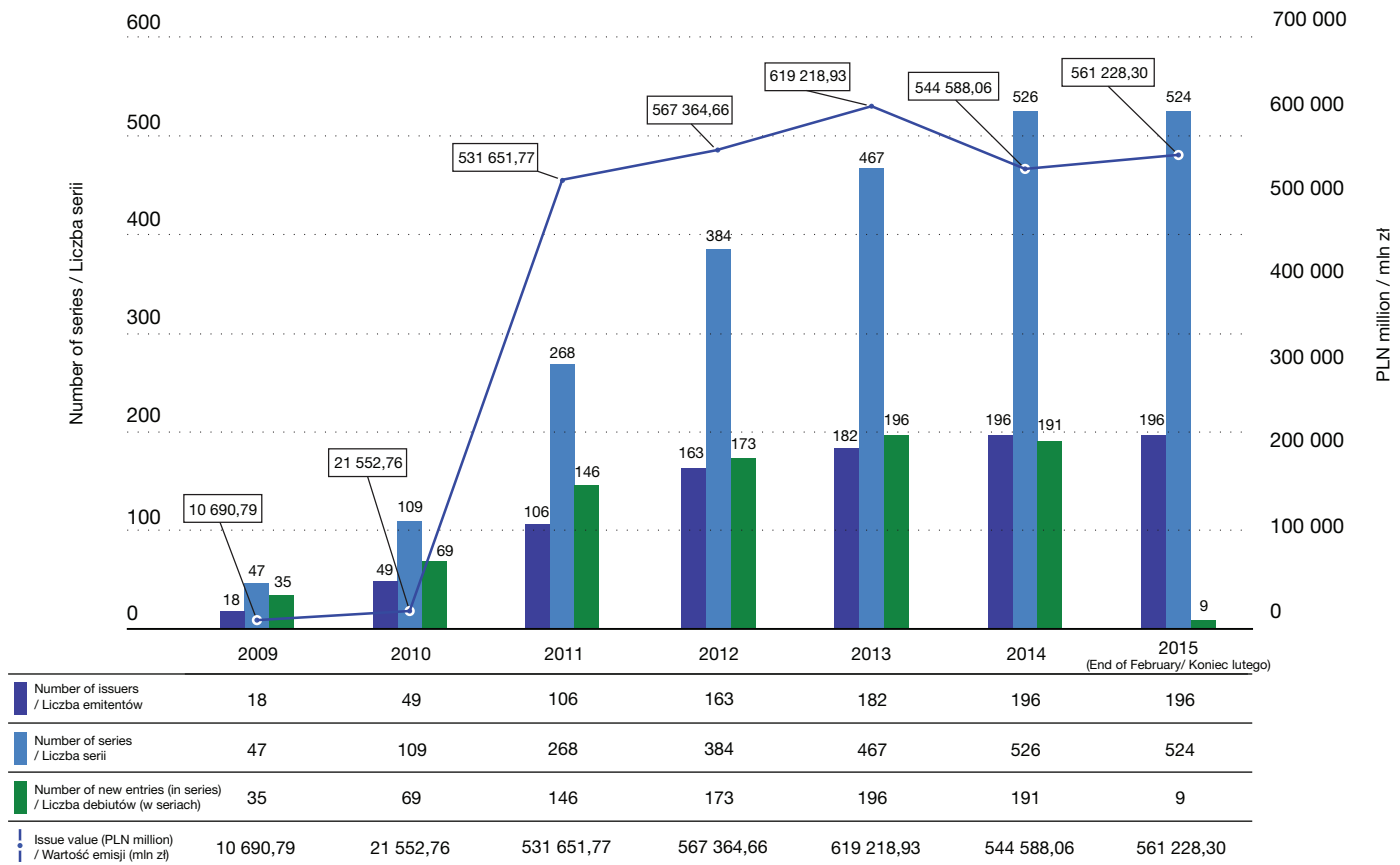
Figure 2: Structure of bond issuers on Catalyst in the years 2011-2015 (without State Treasury) / Wykres 2: Struktura emitentów obligacji na Catalyst w latach 2011–2015 (bez Skarbu Państwa)



Source: Warsaw Stock Exchange.

Źródło: Giełda Papierów Wartościowych.

Figure 3: Basic features of the Catalyst market in 2009–2015 / Wykres 3: Podstawowe charakterystyki rynku Catalyst w latach 2009–2015



Source: Warsaw Stock Exchange.

Źródło: Giełda Papierów Wartościowych.

Chart 2 shows the structure of the bond issuers listed on Catalyst. According to the data presented in the chart (as at February 27, 2015), the market includes 468 series of corporate bonds, 96 municipal bonds, 38 series of cooperative bonds, 60 Treasury bonds, and 66 mortgage bonds. As regards the number of issuers, the most important group with the largest number of issuers, recording the highest growth, are the issuers of corporate bonds.

In turn, Chart 3 shows what is the potential of this market, how it has changed since 2009, how high was its growth, and how big is the increase of individual values, especially the number of listed series of securities and the number of issuers. In my opinion, the growth in the number of series shows that the same issuers are coming back to us, and so they see the potential, they see the added value of the bond quotation on an organised market. We already have a group of issuers who cannot imagine at this point in time that the next series of bonds would not be listed on one of the Catalyst markets.

Wykres 2 przedstawia strukturę emitentów obligacji notowanych na Catalyst. Zgodnie z danymi przedstawionymi na wykresie (stan na 27 lutego 2015 r.), rynek ten obejmuje 468 serii obligacji korporacyjnych, 96 obligacji komunalnych, 38 serii obligacji współdzielczych, 60 obligacji skarbu państwa i 66 listów zastawnych. Jeżeli chodzi o liczbę emitentów, to najbardziej liczącą się grupą, z największą liczbą emitentów i odnotowującą największy wzrost, są emitenci obligacji korporacyjnych.

Na Wykresie 3 widać natomiast, jaki jest potencjał tego rynku, jak on się od 2009 r. zmienił, jak duży wzrost nastąpił i jak duży jest przyrost poszczególnych wartości, zwłaszcza liczby notowanych serii papierów wartościowych i liczby emitentów. Moim zdaniem przyrost liczby serii świadczy o tym, że ci sami emitenci do nas wracają, a więc widzą potencjał, widzą wartość dodaną w notowaniu obligacji na rynku zorganizowanym. Mamy już pewną grupę emitentów, którzy nie wyobrażają sobie w tej chwili, żeby kolejna seria obligacji nie była notowana na jednym z rynków Catalyst.

I must make it clear that although I said "on one of the markets", such an expression definitely does not render the actual state of affairs in its entirety. As a general rule, one and the same bond may be listed at the same time on BondSpot and on the stock market. For the issuer, this does not mean more complicated procedures or higher costs. What it means is that if the issuer wants the bonds to be at the same time listed on BondSpot and on the WSE, they shall fill in one application and pay exactly the same fee as for listing on one of the markets.

Chart 3 shows the growth in value of the issuances of non-treasury bonds listed on Catalyst (the value is expressed in billions of zlotys). At first glance, you might say that this value does not grow at all, when compared to the number of issuers, or even the number of issuances. However — as it is well known — the devil is in the details. As it has been said today, a lot of bonds are issues of a relatively small value. Therefore, it is enough if most bond issues mature, and in order to arrive at such a value again a number of new issues may be necessary.

The data presented (as at end of January 2015) shows who is the leader when it comes to the value of the bonds listed. The king of Catalyst is Bank Gospodarstwa Krajowego, but we also have a few issues of debt instruments of a value at which you can speak about building this value mass, as well as about building of a rating culture, since one those two aspects are closely related.

Like Piotr Kowalski, I believe that liquidity on the market of debt instruments is a bit of a myth. I would defiantly say that in the case of good bonds with a good coupon and a good rating, or with a good prognosis — if there are no other business circumstances that encourage to liquidate the securities — in general, the instruments are happily kept until maturity; getting rid of such a certain money does not simply make much sense.

So if it comes to liquidity, the situation may not leave you speechless, although when compared to other countries, it is not that bad. Our observations (carried out, inter alia, on the basis of an analysis of a variety of other benchmarks) show that where there is actually a high liquidity on an organised market, we have mostly to do with regulatory boosting. In other words, all sorts of solutions are used that encourage the entities — the banks, for example — to enter into transactions on an organised market.

Muszę uściślić, że chociaż powiedziałam „na jednym z rynków”, takie określenie nie oddaje do końca rzeczywistego stanu rzeczy. Co do zasady, ta sama obligacja może być jednocześnie notowana na BondSpocie i na Giełdzie. Dla emitenta nie oznacza to ani bardziej skomplikowanej procedury, ani wyższych kosztów. Oznacza to, że jeżeli emitent chce, żeby obligacje były w tym samym czasie notowane na BondSpot i na Giełdzie, to wypełnia jeden wniosek płaci dokładnie taką samą opłatę jak w przypadku notowania na jednym z rynków.

Na Wykresie 3 widzą Państwo, jak rośnie wartość emisji obligacji nieskarbowych notowanych na Catalyst (wartość jest wyrażona w miliardach złotych). Na pierwszy rzut oka można by powiedzieć, że wartość ta wcale, w porównaniu do liczby emitentów, czy nawet liczby emisji, nie wzrasta. Natomiast — jak powszechnie wiadomo — diabeł tkwi w szczegółach. Jak już dzisiaj zostało powiedziane, dużo obligacji to emisje o stosunkowo niewielkiej wartości. Wystarczy więc, że nadejdzie okres zapadalności większej emisji obligacji, a potrzeba niekiedy kilka nowych emisji, żeby tę wartość odtworzyć.

Przedstawione dane (stan na koniec stycznia 2015 r.) pokazują, kto jest liderem jeżeli chodzi o wartość notowanych obligacji. Królem rynku Catalyst jest Bank Gospodarstwa Krajowego, ale mamy też kilka emisji instrumentów dłużnych o takiej wartości, przy której można mówić o budowaniu tej masy wartościowej, a także o budowaniu kultury ratingu, bo przecież jedno z drugim jest ściśle związane.

Podobnie jak Piotr Kowalski uważam, że płynność na rynku instrumentów długu to trochę mit. Przekornie powiem, że w przypadku dobrych obligacji z dobrym kuponem i z dobrym ratingiem, czy z dobrym rokowaniem, to na ogół — jeśli nie ma innych sytuacji biznesowych, które skłaniają do upłynnienia papierów — instrumenty te trzyma się chętnie do dnia zapadalności; pozbywanie się takiego pewnego pieniądza nie ma po prostu większego sensu.

Jeżeli więc chodzi o płynność, to sytuacja nie zachwyca, chociaż na tle innych krajów nie wypadamy aż tak źle. Z czynionych przez nas obserwacji (prowadzonych m.in. na podstawie analizy różnych innych benchmarków) wynika, że tam, gdzie występuje rzeczywiście duża płynność na rynku zorganizowanym, mamy przeważnie do czynienia z regulacyjną stymulacją tego obrotu. Innymi słowy, stosowane są różnego rodzaju rozwiązania, które zachęcają podmioty — chociażby banki —

How to explain the four vertices shown in the Chart 3? As regards the mortgage bonds, it was a new issuance. It is often the case that a bank takes an issue "on itself", and only then it carries out a transaction on a secondary market. Hence the large swells in liquidity. This is how this mechanism looks like and we should think how to develop it. The secondary market is a place of secondary offering of shares, that is a place of redistribution of the instruments taken up on the primary market.¹

In the case of a number of transactions, the situation looks better, and if the number was supported by their value, this would be really quite a result. This ratio shows that all of the time most issues are simply relatively low-value issues.

The most liquid bond series in the last year were, in addition to Treasury bonds, again the highest and the largest issues, including public ones: PGNiG, Energia, BGK, and PKN Orlen. These companies are able to saturate the area of liquidity of the debt instruments market.

Table 1 illustrates why greater liquidity should be expected, and why this liquidity is not there. Our market is dominated by variable coupon bonds. There are more than 80% of them. The share of fixed-rate bonds is 17%.

And there is still the question of rating. Rating is an element of the debt instruments market. I guess we all — including the stock exchange — agree that this is a very important element, and much needed, too. However, in the case of medium-sized bonds, there is a problem. At first glance, the chart showing the value share of rated corporate bonds (Chart 4) looks very good. However, when translated into the number of series of bonds with a rating (Chart 5), it becomes clear that all rated bonds are large ones.

¹Comment by Tomasz Gałka: If I may interpose a remark, in the case of mortgage bonds the regulatory framework is also what matters. At first, regulations and acts on trading have entered into force which suggested that banks could not trade in securities if they held a brokerage license, even for a single service. They should obtain a brokerage license for trading in secondary securities. mBank was one of the banks to obtain a brokerage license in this period, and we also traded in mortgage bonds. This is all what I can tell you about the range of mortgage bonds; where it comes to corporations, I would suspect that this bar is also a matter of one high energy issue at that time.

do tego, żeby zawierać transakcje na rynku zorganizowanym.

Jak wytłumaczyć cztery wierzchołki widoczne na Wykresie 3? Jeżeli chodzi o listy zastawne, to była to nowa emisja. Często jest tak, że bank bierze emisję „na siebie”, a potem dopiero przeprowadza transakcję na rynku wtórnym, i stąd te duże skoki płynności. Tak wygląda ten mechanizm i należałoby się zastanowić jak go rozwijać. Rynek wtórny jest to miejsce wtórnego oferowania akcji, czyli redystrybucja instrumentów obejmowanych na rynku pierwotnym¹.

W przypadku liczby transakcji, sytuacja wygląda lepiej, a gdyby za tą liczbą szła jeszcze wartość, to byłoby już naprawdę całkiem dobrze. Proporcja ta pokazuje, że cały czas większość emisji to po prostu emisje o stosunkowo niedużej wartości.

Najbardziej płynne serie obligacji w ubiegłym roku to, poza obligacjami skarbu Państwa, znowu najwyższe i największe emisje, w tym emisje publiczne, czyli emisje: PGNiG, Energii, BGK i PKN Orlen. Te spółki są w stanie nasycić obszar płynności rynku instrumentów dłużnych.

Tabela 1 ilustruje, dlaczego można by oczekiwać większej płynności, oraz dlaczego tej płynności nie ma. Na naszym rynku dominują obligacje o zmiennym kuponie. Jest ich ponad 80%. Udział obligacji o oprocentowaniu stałym wynosi 17%.

Pozostaje jeszcze kwestia ratingu. Rating jest elementem rynku instrumentów dłużnych. Chyba wszyscy — w tym Giełda — zgadzają się co do tego, że jest to element bardzo ważny i bardzo potrzebny. W przypadku obligacji średniej wielkości pojawia się jednak pewien problem. Na pierwszy rzut oka wykres pokazujący wartościowy udział obligacji korporacyjnych z ratingiem (Wykres 4) wygląda bardzo dobrze. Jednakże kiedy przyłożymy to na liczbę serii obligacji posiadających rating (Wykres 5), staje się jasne, że to wszystkie duże obligacje mają rating.

¹Komentarz Tomasza Gałki: Jeżeli mogę się wtrącić, w przypadku listów zastawnych ważna jest też kwestia regulacyjna. W pierwszym momencie weszły w życie przepisy i ustawy o obrocie, które sugerowały, że banki nie mogą obracać papierami wartościowymi, jeżeli posiadają licencję maklerską chociaż na jedną usługę. Powinny uzyskać licencje maklerską na obrót papierami wtórnymi i między innymi mBank uzyskał licencję maklerską w tym okresie, i my też wykonywaliśmy obroty listami zastawnymi. To tyle jeśli mogę powiedzieć o zakresie listów zastawnych; jeżeli chodzi o korporacje, to podejrzewam, że ten słupek to też jest kwestia jednej dużej emisji energetycznej w tym czasie.

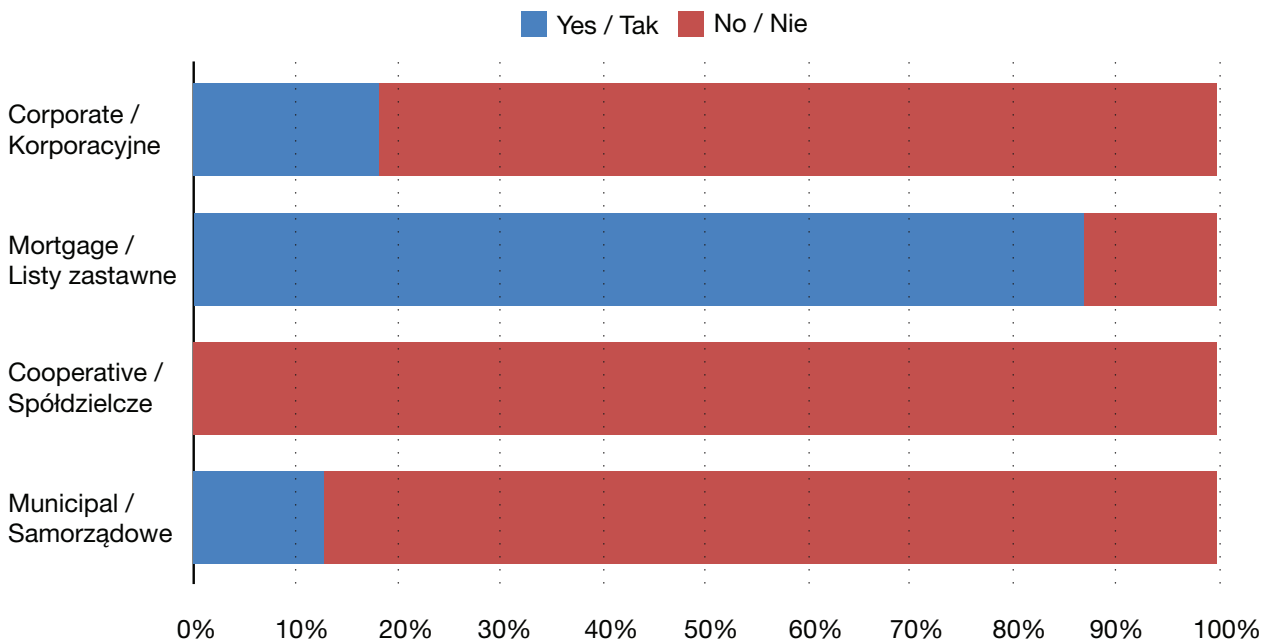
Table 1: Breakdown of bonds by interest type (at the end of the of 2014 Q3 / Tabela 1: Podział obligacji ze względu na rodzaj oprocentowania (na koniec III kwartału 2014)

	number of series / liczba serii	% in the total number of series / % w ogólnej liczbie serii
indexed bonds (Treasury bonds; interest rate: 2.75% and 3%) / indeksowane (obligacje SP; oprocentowanie: 2,75% i 3%)	2	0,39%
zero-coupon / fixed interest rate (from 8% to 15%) / stałe (oprocentowanie od 8% do 15%)	86	16,73%
zero-coupon / zerokuponowe	5	0,97%
variable interest rate (a margin between 0% to 7.50%) / zmienne (marża od 0% do 7,50%)	421	81,91%

Source: Warsaw Stock Exchange.

Źródło: Giełda Papierów Wartościowych.

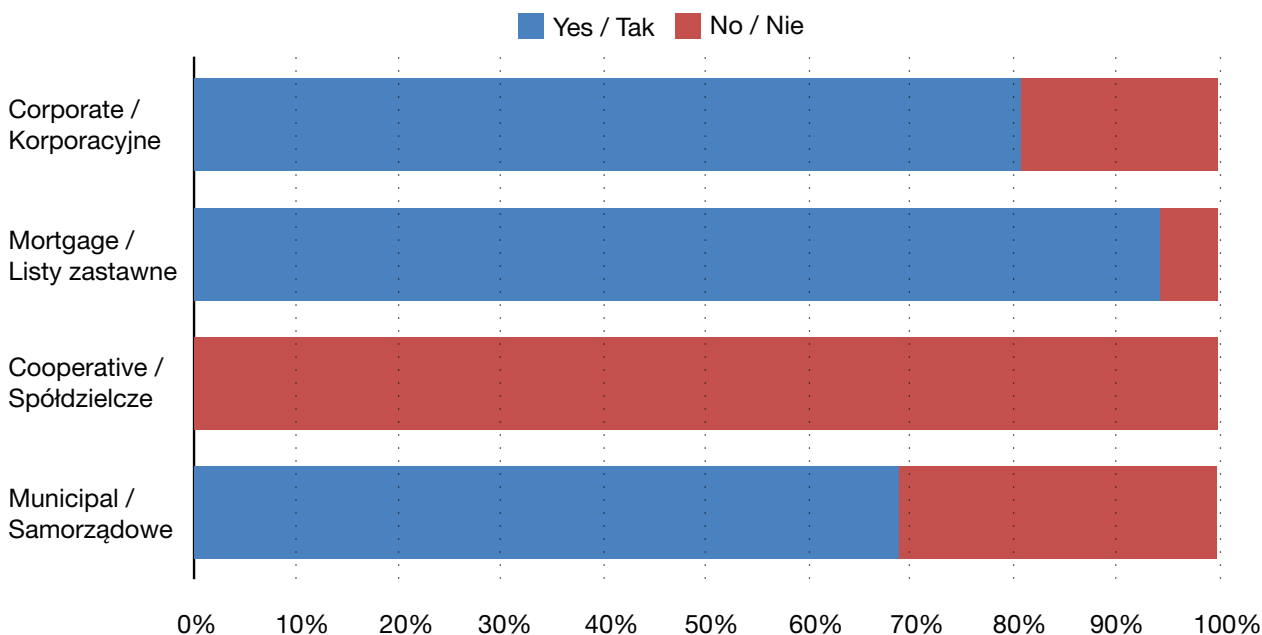
Figure 4: Number of bonds with and without rating / Wykres 4: Liczba obligacji z ratingiem i bez ratingu



Source: Warsaw Stock Exchange.

Źródło: Giełda Papierów Wartościowych.

Figure 5: Value of bonds with and without rating / Wykres 5: Wartość obligacji z ratingiem i bez ratingu



Source: Warsaw Stock Exchange.

Źródło: Giełda Papierów Wartościowych.

At present, there are only 11 rated bonds on the Catalyst market. The issuers who carry out an issue of less than 100 million zlotys — and they are prevailing (what is more, there are very numerous issuers on the market whose issues are below 50 million zlotys, and there are a few even below 10 million) — does not want to have anything to do with rating. Either it really does not pay, or they are not able to calculate how much it will cost them. In addition, such a rating is not required by the investors interested in acquiring the bonds. Therefore, from the point of view of such issuers there are no arguments that would convince them that rating just pays off.

So as can you see, there is still very much to do on the organised market of debt instruments. Experts are trying to devise a solution that would improve the situation on the debt market in the area of rating. I think that such a natural solution would be increasing the value of issues, however, we have a business structure that we have. The economy is based primarily on small and medium-sized enterprises and, therefore, we should not expect that all of a sudden they start to carry out debt issues worth 300 million zlotys. These companies will just do small issuances, so we need to look for a solution taking into account the considerations of this kind.

Another difficult question are defaults, or bonds not redeemed by the issuer within their maturity. The first

W tej chwili na rynku Catalyst mamy zaledwie 11 obligacji z ratingiem. Emitenci, którzy przeprowadzają emisję o wartości poniżej 100 milionów złotych — a tacy przeważają (co więcej, na rynku jest bardzo dużo emitentów z emisjami poniżej 50 milionów złotych, a nawet poniżej 10 milionów) — o ratingu nie chcą słyszeć. Albo to się im rzeczywiście nie opłaca, albo nie są w stanie skalkulować, ile będzie ich to kosztowało. Ponadto, takiego ratingu nie żądają od nich inwestorzy zainteresowani nabyciem obligacji. Z punktu widzenia takich emitentów brak więc argumentów, które mogłyby ich przekonać do tego, że rating się po prostu opłaca.

Jak więc widać, na zorganizowanym rynku instrumentów dłużnych wciąż pozostaje bardzo wiele do zrobienia. Ekspersi starają się opracować rozwiązanie, które poprawiłoby sytuację na rynku długu w obszarze ratingu. Myślę, że takim naturalnym mechanizmem byłoby zwiększanie wartości emisji, jednak mamy taką strukturę przedsiębiorstw, jaką mamy. Gospodarka oparta jest przede wszystkim na małych i średnich przedsiębiorstwach, w związku z czym nie powinniśmy się spodziewać, że nagle zaczną one przeprowadzać emisje długu warte 300 milionów złotych. Firmy te będą po prostu robiły małe emisje, trzeba więc szukać rozwiązania biorącego pod uwagę tego rodzaju uwarunkowania.

Kolejna trudna kwestia to defaulty, czyli niewykupienie przez emitenta obligacji w terminie ich zapadalności.

such incident took place in 2011, that is less than two years after the launch of Catalyst. Looking at the data, we are able to make an assumption with regard to the risk; where there is no rating, the risk is greatest. On the account provided (Table 2), you can see instantly that the risk of defaults is related to a larger extent mainly by issues of lesser value.

Pierwszy taki incydent miał miejsce w roku 2011, czyli niespełna dwa lata po uruchomieniu Catalista. Przyglądając się danym, jesteśmy w stanie postawić tezę dotyczącą ryzyka; tam gdzie nie ma ratingu, ryzyko jest największe. Na przedstawionym zestawieniu (Tabela 2), widać jak na dłoni, że ryzykiem defaultu w większym stopniu obciążone są głównie emisje o mniejszej wartości.

Table 2: Defaults in 2014 by issuer / Tabela 2: Emitenci, którzy nie wykupili obligacji w terminie w 2014 roku

Issuer / Emitent	Last day of quotation / Ostatni dzień notowania	Issue value / Wartość emisji	Comment / Komentarz
NMV S.A.	8.01.2014	1 609 000,00 zł	
GPF CAUSA S.A.	12.02.2014	400 000,00 zł	Issuer from NC / Eminent z NC
EAST PICTURES S.A.	14.02.2014	520 000,00 zł	Issuer from NC – excluded due to obligations / Eminent z NC, wykluczony za obowiązki
GANT DEVELOPMENT	17.03.2014	25 800 000,00 zł	Developer's bankruptcy / Upadłość developera
DIGATE	26.03.2014	947 000,00 zł	Issuer from NC – excluded due to obligations / Eminent z NC, wykluczony za obowiązki
MILMEX SYSTEMY KOMPUTEROWE SP. Z.O.O	14.04.2014	1 290 500,00 zł	
MINOX S.A.	14.04.2014	4 820 000,00 zł	Repaid, in part outside the National Depository of Securities / Spłacono, w tym częściowo poza KDPW
GC INVESTMENT	15.04.2014	17 500 000,00 zł	Issuer from NC / Eminent z NC
TRUST S.A.	22.05.2014	22 000 000,00 zł	
Przedsiębiorstwo Przemysłu Betonów PREFABET - BIAŁE BŁOTA Spółka Akcyjna	16.06.2014	5 450 000,00 zł	Repaid; Issuer from NC / Spłacono; Eminent z NC
MILMEX SYSTEMY KOMPUTEROWE SP. Z.O.O	27.06.2014	12 905 000,00 zł	
KORPORACJA BUDOWLANA KOPAHAUS S.A.	1.08.2014	5 500 000,00 zł	Issuer from NC / Eminent z NC
ORZEŁ S.A.	11.08.2014	10 000 000,00 zł	Issuer from NC – a company in bankruptcy with composition / Eminent z NC, spółka w upadłości układowej
GANT DEVELOPMENT	18.08.2014	21 933 000,00 zł	
POLFA S.A.	19.08.2014	3 230 000,00 zł	Issuer from NC / Eminent z NC
TRUST S.A.	20.11.2014	16 000 000,00 zł	
	SUMA	149 904 500,00 zł	

Source: Warsaw Stock Exchange.

Źródło: Giełda Papierów Wartościowych.

In relation to the defaults, it has to be said that from among over 100 series of bonds that had their maturity dates in 2014, the problem with timely redemption was the case for 14 issuers (in total there were 16 such defaulted series). It seems to me that this is not

Przy okazji defaultów należy powiedzieć, że na ponad 100 serii obligacji, które miały swój termin zapadalności w 2014 r., problem z terminowym wykupem obligacji miało 14 emitentów (w sumie było to 16 serii). Wydaje mi się, że nie jest to wcale taki zły wynik. Niektórzy

a bad result at all. Some say that Catalyst is a hopeless market and there are always bankruptcies on it. However, from the sources I have reached it follows that the rate of bad loans awarded by banks is by no means lower than the default ratio.

Table 2 presents the "black list" of defaults of 2014. Companies marked in green are those which in spite of everything managed to repay bondholders in the end, while the rest of the entities are those which failed. In addition to Gant, which you have probably heard of, in most cases the issues which are responsible for the unfavourable statistics are really small.

As I am approaching the end of my speech, I would like to emphasise that Catalyst is evolving all the time, that it changes. In order for it to change properly, namely as you want it to, all potential participants of the market, whatever the nature of their participation, should join the dialogue. In fact, a lot of good things can be done by proposing, rather than contesting, or at least by contesting constructively.

We are changing all the time. We are changing in regulatory terms, in organisational terms; We want the clients to be satisfied, and that they came to the Catalyst market. However, we must also remember that the organiser of an organised market — whether a regulated market or an alternative trading system — must take into account two, sometimes conflicting, interests: the interests of the issuer and the investor's (bondholder's or shareholder's) interest, and, in addition, comply with the strict requirements of the supervisors. Representatives of banks know perfectly well what I am talking about, since we have the same supervisor, so it is known and obvious that these requirements are rigorous.

A few years ago we created the so-called "fast track" for issuers whose papers are already listed on one of the markets of the Warsaw Stock Exchange or BondSpot. This "fast track" consists in the introduction of significant facilities in terms of the documentation necessary to introduce bonds to the market and in the fact that the issuer has no additional disclosure obligations in addition to those which arise, for example, in the case of an issuer of shares quoted on the market.

We also take care of the investor side. What is the main advantage for the investors, or for the bondholders, that a paper is quoted on the market? The main advantage is that the investor has easier, faster, and equal access to information.

mówią, że Catalyst to beznadziejny rynek i ciągle występują na nim jakieś upadłości. Jednakże ze źródeł, do jakich dotarłam wynika, że wskaźnik złych kredytów dawanych przez banki bynajmniej nie jest niższy niż wskaźnik defaultów.

Tabela 2 przedstawia „czarną listę” defaultów mających miejsce w 2014 r. Na zielono zaznaczono spółki, którym się mimo wszystko w końcu udało spłacić obligatariuszy, natomiast reszta to podmioty, którym się to nie udało. Oprócz Ganta, o którym zapewne Państwo słyszeli, w większości przypadków to są tak naprawdę małe emisyje, które odpowiadają za niekorzystną statystykę.

Zbliżając się do końca mojego wystąpienia chcę podkreślić, że Catalyst cały czas ewoluuje że się zmienia. Żeby zmieniał się prawidłowo, czyli tak jak Państwo chcą, to wszyscy potencjalni uczestnicy tego rynku, występujący w różnego rodzaju charakterze powinni uczestniczyć w dialogu. Dużo dobrych rzeczy można bowiem zrobić nie kontestując, lecz proponując, a więc przynajmniej kontestując konstruktywnie.

Zmieniamy się cały czas. Zmieniamy się w warstwie regulacyjnej, zmieniamy się w warstwie organizacyjnej; chcemy, żeby klient był zadowolony, i żeby na rynek Catalyst przychodził. Natomiast trzeba też pamiętać, że organizator rynku zorganizowanego — czy to rynku regulowanego, czy alternatywnego systemu obrotu musi uwzględniać dwa, czasami sprzeczne, interesy: interes emitenta i interes inwestora (obligatariusza lub akcjonariusza), a ponadto spełniać wyśrubowane wymogi nadzorczy. Przedstawiciele banków wiedzą doskonale o czym mówię, mamy tego samego nadzorcę, więc wiadomym i oczywistym jest to, że te wymagania są po prostu duże.

Kilka lat temu stworzyliśmy tak zwaną „szybką ścieżkę” dla emitentów, których papiery są już notowane na którymś z rynków GPW bądź BondSpot. Ta „szybka ścieżka” polega na wprowadzeniu dużych ułatwień w zakresie dokumentacji koniecznej na potrzeby wprowadzenia obligacji do obrotu oraz na tym, że emitent nie ma dodatkowych obowiązków informacyjnych poza tymi, które wynikają na przykład na emitenta akcji notowanych na rynku.

Dbamy również o stronę inwestorską. Jaka jest zasadnicza zaleta dla inwestorów, czyli dla obligatariuszy, że papier jest notowany na rynku? Taka, że ma łatwiejszy, szybszy i równy dostęp do informacji.

Therefore, we have prolonged the period in which the issuer is subject to reporting obligations (it lasts until the day of redemption) in order to ensure the continuity of disclosure on the situation of the issuer and its possible problems with repayment of liabilities. We also introduced important provisions which impose on the issuer the obligation to present a detailed description of the situation when it is not able to meet their obligations in a timely manner.

The maker is an element of the bond market contested by many of its participants. The role of the maker is to create liquidity and serve as a kind of broker — the purpose of its activities is to find, for the person who wants to sell bonds on the market, a complementary offer.

This solution is characteristic of the retail market, and therefore obligatory on the stock market. On BondSpot, there is no obligation of a maker. It is worth pointing out that the stock market may also obtain some sort of exemption in respect of that obligation. Penalties for issuers, which are, after all, also a part of this market, are levied on particularly stubborn and wayward issuers who commit serious negligence in disclosure duties.

Just a few more words about what position the capital group of the Warsaw Stock Exchange has taken as to its strategy applied to the debt market. The WSE clearly identified this market as one of the six pillars of the development of the Capital Group and pledged that within this strategy, it will simplify the architecture of the corporate debt market until 2020. It also envisaged a facilitation of procedures, introduction of convenient solutions, expanding the product offerings. The aim of the WSE is also popularisation of the rating. How to reach these goals? As I said, the solution is dialogue, observation of the market and listening to its wise advice.

Dlatego też wydłużyliśmy okres, w którym emitent podlega obowiązkom raportowania (trwa on do dnia wykupu) po to, żeby zapewnić ciągłość informowania o sytuacji emitenta i o jego ewentualnych problemach ze spłatą zobowiązania. Wprowadziliśmy też ważne zapisy, które nakładają na emitenta obowiązek przedstawiania szczegółowego opisu sytuacji, kiedy nie jest w stanie wywiązać terminowo ze swoich zobowiązań.

Animator stanowi element rynku obligacji, który jest kontestowany przez wielu jego uczestników. Jego rolą jest kreowanie płynności oraz pełnienie roli swego rodzaju pośrednika celem jego działań jest wyszukanie dla osoby, która chce sprzedać obligacje na rynku, oferty przeciwstawnej.

Rozwiązanie to jest charakterystycznie dla rynku detalicznego, a więc obowiązkowe na rynku giełdowym. Na rynku BondSpot nie istnieje obowiązek posiadania animatora. Warto zaznaczyć, że na rynku giełdowym również można uzyskać pewnego rodzaju zwolnienia w zakresie tego obowiązku.

Sankcje dla emitentów, które też są przecież elementem tego rynku, są nakładane na wyjątkowo opornych i krnąbrnych emitentów, którzy dopuszczają się poważnych zaniedbań w zakresie obowiązków informacyjnych.

Jeszcze kilka słów o tym, w jaki sposób Grupa Kapitałowa Giełdy Papierów Wartościowych odniosła się w swojej strategii do rynku długu. Wyraźnie wskazała ten rynek jako jeden z sześciu filarów rozwoju Grupy Kapitałowej i zobowiązała się, że w ramach tej strategii do roku 2020 dokona uproszczenia architektury rynku długu korporacyjnego. Założyła także ułatwienie procedur, wprowadzenie wygodnych rozwiązań, poszerzenie oferty produktów. Celem GPW jest również popularyzacja ratingu. Jak dochodzić do tych celów? Tak jak powiedziałam, rozwiązaniem jest dialog, obserwowanie rynku oraz korzystanie z jego mądrych rad.

Evolution of the corporate bonds market in Poland

Ewolucja rynku obligacji korporacyjnych w Polsce

The corporate bonds market developed in the United States in the 19th century. It was connected with the issuances concerning infrastructural projects. The process became dynamic due to low interest rates, including the low profitability of treasury bonds and the narrowing of the spreads between corporate and bank bonds. In my opinion, there has been a similar situation in Poland for about two years — the interest rates are very low (on 4 March 2015, they were reduced by 50 basis points), whilst the spreads of bank bonds are on the level of several dozen to 120 basis points (in the case of large issuers, primarily from the power sector, they are between 70 and 90 points). This trend is also visible when we look at *outstanding*² and the corporate securities market increase (last year, its value was 52 billion zlotys). Corporate bonds are the fastest-growing segment of the Catalyst market. Apart from the number of issuers, one should also refer to the significance of this segment in economy — we are of the opinion that, in Poland, the corporate debt value is about 2.6%, whilst in the USA, it is on the level of approximately 55% of GDP.

The financing structure is an important aspect. In the entire European Union, the share of bonds in financial obligations is about 20%, in the United States — 83%, whilst in Poland — about 12%. It proves that, in our country, there is a space for development of that market. Referring to the value of the corporate loan, we assumed that, if the total amount of that type of loans is 311 billion zlotys, the value of corporate bonds is about 42 billion zlotys. In our opinion, some of those issuances are taken over by the bank as a shadow loan — about 15 million are in the banks' portfolios.

In the public debate, a frequently asked question is whether the bond market competes with the loan market? I would answer that, structurally, the bank market in Poland is more than liquid — the number of banks is high, even in comparison with other countries. We have more than ten commercial banks and, obviously, certain

²The value of debt on account of the issued and unredeemed debt securities.

Rynek obligacji korporacyjnych rozwinął się w Stanach Zjednoczonych w XIX wieku. Było to związane z emisjami dotyczącymi projektów infrastrukturalnych. Proces ten nabrał dynamiki dzięki niskim stopom procentowym, w tym niskim rentownościom obligacji skarbowych oraz zawężeniu spreadów między obligacjami korporacyjnymi i bankowymi. W mojej ocenie podobna sytuacja panuje w Polsce od około dwóch lat — stopy procentowe są bardzo niskie (4 marca 2015 r. obniżono je o 50 punktów bazowych), a spready obligacji banków znajdują się na poziomie od kilkudziesięciu do 120 punktów bazowych (u dużych emitentów, przede wszystkim z sektora energetycznego, jest to 70–90 punktów). Trend ten jest również widoczny jeżeli spojrzymy na *outstanding*² i wzrost rynku papierów korporacyjnych (w zeszłym roku jego wartość wyniosła 52 miliardy złotych). Obligacje korporacyjne to najszybciej rozwijający się segment rynku Catalyst. Oprócz liczby emitentów, należy również odnieść się do znaczenia tego segmentu w gospodarce — według nas w Polsce wartość długu korporacyjnego w Polsce wynosi ok. 2,6%, podczas gdy w Stanach jest to około 55% PKB.

Istotnym aspektem jest struktura finansowania. W całej Unii Europejskiej udział obligacji w zobowiązaniach finansowych stanowi ok. 20%, w Stanach Zjednoczonych jest to 83%, a w Polsce ok. 12%. Dowodzi to, że w naszym kraju jest miejsce na wzrost tego rynku. Odnosząc się do wartości kredytu korporacyjnego, założyliśmy, że jeżeli suma tego typu kredytów wynosi 311 mld złotych, to wartość obligacji korporacyjnych to ok. 42 mld złotych. W naszej ocenie, część tych emisji jest obejmowana przez banki jako parakredyt — ok. 15 mld znajduje się w portfelach banków.

W debacie publicznej często pada pytanie - czy rynek obligacji konkuruje z rynkiem kredytów? Moja odpowiedź brzmi następująco: strukturalnie rynek bankowy w Polsce jest nadpłynny - liczba banków jest duża, nawet w porównaniu z innymi krajami. Mamy kilkanaście

²Wartość zadłużenia z tytułu wyemitowanych i niewykupionych papierów dłużnych.

loan competition does exist. However, it does not mean that bonds compete with the loan. In fact, what we deal with is not competition, but cooperation. In most cases, companies use loans to finance their activity, whilst specific transactions concern bonds. It is important to know when to use a given instrument. Banks can accept lower spreads than those expected by Polish investors (due to, among others, long-term cooperation and *cross-selling*). If, in the case of an issuance of bonds, we deal with a higher spread, it is typically connected with the lack of collateral. In some cases, an issuance concerns those segments in which the financing by means of a bank loan is problematic – those are primarily developers and the enforcement sector. As far as developers are concerned, most of them finance contributions to their financial projects by means of a bank loan through a bond issuance. The purchase of land is financed in the same manner.

Most of those issuances are repaid on a *bullet repayment* basis (repayment of the entire capital at maturity). If an activity is financed by means of a loan, the bank usually requires the repayment of the capital in instalments, thus reducing its risk. The issuances of such type are also used for refinancing capital expenditures for takeovers or for financing acquisitions. As far as costs are concerned, it is higher in the case of bonds. Generally, the maturity period of bonds is three years (in the case of big companies, mainly the so-called *blue chips* from the power sector, and banks, it is 5–7 years). When are the issuances of such type used? For example, if an issuer wishes to finance an intensive investment programme on foreign markets and its preferred direction is the Far East, which is quite exotic for the banks. We came across such situations that banks did not want to finance certain investments whilst investors were of the opinion that they could accept a specific risk in return for a higher margin.

banków komercyjnych i oczywiście jest pewna konkurencja kredytu, ale nie oznacza to, że obligacje konkurują z kredytem. W rzeczywistości do czynienia mamy nie z konkurencją, ale ze współpracą. W większości przypadków przedsiębiorstwa finansują swoją działalność kredytem, a określone transakcje dotyczą obligacji. Istotne jest posiadanie wiedzy, kiedy należy użyć danego instrumentu. Banki są w stanie zaakceptować niższe spready niż te oczekiwane przez polskich inwestorów (ze względu m.in. na wieloletnią współpracę i *cross-selling*). Jeżeli w przypadku emisji obligacji mamy do czynienia z wyższym spreadem, to jest to zazwyczaj związane z brakiem zabezpieczenia. Czasami emisja dotyczy segmentów, których finansowanie kredytem bankowych napotyka na problemy - przede wszystkim są to deweloperzy oraz sektor windykcacji. Jeżeli chodzi o deweloperów, to znaczna część z nich finansuje wkłady do swoich projektów finansowanych kredytem bankowym poprzez emisję obligacji. W ten sposób finansowany jest również zakup gruntów.

Większość tych emisji spłacana jest na zasadzie *bullet repayment* (spłata całości kapitału w dniu zapadalności). W przypadku finansowania działalności kredytem, bank zazwyczaj wymaga, żeby kapitał był oddawany w ratach, obniżając tym samym swoje ryzyko. Tego typu emisje stosowane są również do refinansowania wydatków kapitałowych na przejęcia, albo do finansowania akwizycji. Jeżeli chodzi o koszt, to jest on wyższy w przypadku obligacji. Zapadalność obligacji wynosi generalnie 3 lata (w przypadku dużej firm, głównie tzw. *blue chips* z sektora energetycznego, oraz banków jest to 5–7 lat). Kiedy stosowane są tego typu emisje? Na przykład w sytuacji, kiedy emitent chce sfinansować intensywny program inwestycyjny na rynkach zagranicznych, a preferowany przez niego kierunek to Daleki Wschód, co jest posunięciem nieco egzotycznym dla banków. Spotykaliśmy się z takimi sytuacjami, gdzie banki nie chciały udzielić finansowania pewnych inwestycji, a inwestorzy uważali, że są w stanie zaakceptować konkretne ryzyko w zamian za wyższą marżę.

Table 1: Margins of medium-term bonds placed on the Polish market — developers in the years 2013–2014 / Tabela 1: Marże obligacji średnioterminowych uplasowanych na rynku polskim — deweloperzy w latach 2013–2014

Date of issuance / Data Emisji	Name of issuer / Nazwa emitenta	Tenor	Issuance amount / Kwota Emisji	WIBOR	Margin / Marża
2014-12-23	Capital Park	3	53,885,500	3M	4.30%
2014-12-16	Ghelamco Invest	4.5%	50,000,000	6M	3.50%
2014-10-08	Lokum Deweloper	3	30,000,000	6M	3.80%
2014-09-23	Capital Park	3	20,000,000	6M	5.30%
2014-10-20	Echo Investment	3.5%	50,000,000	6M	3.15%
2014-05-20	Ronson Europe	4	28,000,000	6M	3.50%
2014-09-04	Echo Investment	3.5%	75,000,000	6M	3.15%
2014-08-26	Ghelamco Invest	3.25%	37,780,000	6M	4.75%
2014-03-07	Unidevelopment	3	20,000,000	6M	5.00%
2014-07-03	Mirbud	3	25,400,000	6M	5.00%
2014-07-07	Echo Investment	2	25,000,000	6M	2.85%
2014-07-01	Echo Investment	2	50,000,000	6M	2.95%
2014-07-15	Ghelamco Invest	4	30,800,000	6M	5.00%
2014-07-09	Ghelamco Invest	4	30,000,000	6M	4.50%
2014-07-04	Ghelamco Invest	4	30,000,000	6M	4.50%
2014-06-18	Atal	2	30,000,000	6M	3.30%
2014-06-13	Capital Park	3	35,000,000	6M	5.50%
2014-06-06	LC Corp	5	50,000,000	6M	3.50%
2014-05-15	Echo Investment	5	70,500,000	6M	3.60%
2014-04-11	Ghelamco Invest	4	120,360,000	6M	5.00%
2014-03-26	Erbud	4	52,000,000	6M	3.00%
2014-03-10	GTC	5	200,000,000	6M	4.50%
2014-02-26	Robyg	4	45,000,000	6M	4.00%
2014-02-19	Echo Investment	5	100,000,000	6M	3.60%
2014-02-11	Polnord	3	50,000,000	3M	4.35%
2014-02-06	BBI Development	3	53,000,000	6M	6.00%
2014-01-29	Ghelamco Invest	4	114,520,000	6M	5.00%
2013-12-20	Robyg	3	35,000,000	6M	3.50%

2013-11-17	HB Reavis Finance PL	4	111,000,000	3M	3.95%
2013-10-31	LC Corp	5	50,000,000	6M	3.50%
2013-06-19	Echo Investment	5	80,000,000	6M	3.50%
2013-06-14	Rank Progress	3	131,750,000	6M	5.50%
2013-06-14	Ronson Europe	4	83,500,000	6M	3.75%
2013-04-30	GTC	5	294,200,000	6M	4.00%
2013-03-31	Echo Investment	4	200,000,000	6M	3.50%
2013-03-26	Dom Development	5	50,000,000	6M	2.65%
2013-03-06	Warimpex	3	63,065,000	6M	7.00%
2013-01-14	Robyg	3	90,000,000	6M	4.90%

Source: gpwcatalyst.pl; levels of points by issuance volume

Źródło: gpwcatalyst.pl; rozmiar punktów wg wielkości emisji

Table 2: Margins of medium-term bonds placed on the Polish market — shadow banking firms / Tabela 2: Marże obligacji średnioterminowych uplasowanych na rynku polskim — firmy para-finansowe

Date of issuance/ Data emisji	Name of issuer/ Nazwa emitenta	Tenor	Issuance amount/ Kwota emisji	WIBOR	Margin/ Marża
2015-03-10	Best	4	35,000,000	6M	3.30%
2014-12-11	Kruk	6	35,000,000	3M	3.35%
2014-11-14	Casus finanse	3	24,000,000	6M	5.20%
2014-06-23	Ferratum Capital Poland	3	20,500,000	6M	6.50%
2014-05-09	Kredyt Inkaso I NSFIZ	3	50,000,000	6M	3.85%
2014-04-30	Best	4	45,000,000	3M	3.80%
2014-04-17	MW TRADE	3	15,000,000	6M	4.00%
2014-01-14	BEST II NS FIZ	4	40,000,000	6M	4.30%
2014-01-13	Kredyt Inkaso I NSFIZ	3.5%	53,000,000	6M	4.20%
2013-11-28	P.R.E.S.C.O. GROUP	4	35,000,000	6M	4.40%
2013-08-11	Kruk	5	50,000,000	3M	4.50%
2013-06-11	MW TRADE	3	15,000,000	6M	4.40%
2013-05-20	Kruk	4	40,000,000	3M	4.20%
2013-04-26	MW TRADE	3	20,000,000	6M	4.40%
2013-03-07	Kruk	4	30,000,000	3M	4.60%
2013-02-19	MW TRADE	3	30,000,000	6M	4.40%

Source: gpwcatalyst.pl; levels of points by issuance volume

Źródło: gpwcatalyst.pl; rozmiar punktów wg wielkości emisji

The Tables 1 and 2 present selected issuances listed on the Catalyst market. As far as the sector of developers is concerned – we have many commercial developers, like Ghelamco Invest, Echo Investment, GTC. In this case, we usually deal with quite big transactions, from several dozen to even more than one hundred million zlotys and margins on the level of 300–400 points. As regards residential developers, the value of issuances is much lower and usually amounts to 20–30 million zlotys (occasionally, it reaches about 70–100 million zlotys). I also would like to draw attention to the fact that, due to the interest rates fall and the inflow of funds to TFI, the spreads narrowed a little. Let us look at the company ROBYG. In 2013, that entity borrowed money for three years at the spread on the level of 390 points. This year, the company issued 4-year bonds with the spread of 280 points. The trend is evident. It is connected not so much with the improvement of the creditworthiness of the issuer, but with the fact that there is more and more money on the market, which leads to the increase in the competition between investors. I also would like to comment on the segment of the entities involved in the enforcement activity. Here, it is also possible to observe a significant margin fall. For example, in 2013, Kruk borrowed money for 4 years with the spread on the level of 460 points, whilst at the end of December 2014, it issued 6-year bonds with the spread of 330 points (on average, the value of the issuances was several dozen million zlotys). Another example confirming the margin fall is the company MW Trade, which is primarily engaged in the financing of hospitals.

As far as the segment of companies referred to as *blue chips* is concerned, the value of the transactions is 100 million and more (often exceeds reaching the amount of about a billion zlotys). In this segment, bond margins are extremely competitive in relation to bank loans – the spread on the level of 80–90 points is the margin higher by only 60–70 points than the treasury bonds (after the SWAP operation, author's note).

Another segment characterized by a high dynamics of growth are the companies referred to as *mid-caps* (big companies – author's note). The margin levels for that sector are slightly higher than in the power sector. The maturity is about 5 years.

An interesting example is Orlen, which issues bonds through the public offering addressed to the retail client (it seems that we can treat those issuances as an element of the marketing strategy of that company).

Tabele 1 i 2 przedstawiają wybrane emisje notowane na rynku Catalyst. Jeśli chodzi o sektor deweloperów to mamy deweloperów komercyjnych takich jak Ghelamco Invest, Echo Investment, GTC. W tym przypadku do czynienia mamy zazwyczaj z dość dużymi transakcjami, od kilkudziesięciu do nawet ponad 100 mln złotych, oraz marżami na poziomie 300–400 punktów. Jeśli chodzi o deweloperów mieszkaniowych to wartość emisji jest znacznie niższa, zazwyczaj wynosi ona 20-30 mln (sporadycznie dochodzi do ok. 70 mln – 100 mln zł). Chciałbym również zwrócić uwagę na to, że ze względu na spadek stóp procentowych oraz napływ środków do TFI, spready nieco się zawężyły. Przyjrzyjmy się firmie ROBYG. W 2013 r. podmiot ten pożyczał pieniądze na 3 lata przy spreadzie na poziomie 390 punktów. W tym roku, firma ta wyemitowała 4-letnie obligacje ze spreadem wynoszącym 280 punktów. Trend jest oczywisty. Związany jest on nie tyle z poprawą zdolności kredytowej emitenta, ale z faktem, że na rynku jest więcej pieniędzy, co prowadzi do wzrostu konkurencji między inwestorami. Chciałbym skomentować też segment podmiotów zajmujących się windykacją. Tutaj też można zaobserwować duży spadek marż. Przykładowo, w 2013 r. Kruk pożyczał pieniądze na 4 lata ze spreadem na poziomie 460 punktów, a pod koniec grudnia 2014 r. emitował 6-letnie obligacje ze spreadem wynoszącym 330 punktów (wartość emisji wynosi średnio kilkadziesiąt mln złotych). Innym przykładem potwierdzającym spadek marż jest firma MW Trade, która zajmuje się finansowaniem przede wszystkim szpitali.

Jeżeli chodzi o segment firm określanych mianem *blue chips*, to wartość transakcji wynosi od 100 milionów w górę (często przekracza osiągając kwotę ok. miliarda złotych). W tym segmencie marże obligacji są niezwykle konkurencyjne w stosunku do kredytów bankowych - spread na poziomie 80–90 punktów to marża wyższa zaledwie o 60–70 punktów od obligacji skarbowych (po dokonaniu operacji SWAP, przyp. autor.).

Kolejnym segmentem o wysokiej dynamice wzrostu są przedsiębiorstwa określane mianem *mid-caps* (duże przedsiębiorstwa przyp. aut.). Przedział marżowy dla tego sektora jest trochę wyższy niż w sektorze energetycznym. Zapadalność wynosi ok. 5 lat.

Ciekawym przypadkiem jest Orlen, który emituje obligacje w trybie oferty publicznej adresowanej do klienta detalicznego (wydaje się, iż te emisje możemy traktować jako element strategii marketingowej tej firmy).

As Piotr Kowalski and Agnieszka Gontarek said, we can distinguish three kinds of market investors: TFI, insurance companies and OFE. In our opinion, the recent margin fall is caused by the transfer of money by clients from bank deposits to investment funds. The value of debt assets (treasury and corporate bonds) of the funds is about 40 billion zlotys. Corporate bonds are also bought by mixed funds, that is, those whose investment policy comprises investing in debt securities and in stocks. As the presented data show, the value of assets managed by typical corporate funds increased last year by about 3.2 billion zlotys.

Jak wspomnieli Piotr Kowalski oraz Agnieszka Gontarek, możemy wyróżnić trzy rodzaje inwestorów rynkowych: TFI, firmy ubezpieczeniowe oraz OFE. W naszej opinii, ostatni spadek marż jest spowodowany przeniesieniem pieniędzy przez klientów z depozytów bankowych do funduszy inwestycyjnych. Wartość aktywów dłużnych (obligacje skarbowe oraz korporacyjne) funduszy wynosi ok. 40 mld złotych. Obligacje korporacyjne są nabywane również przez fundusze mieszane, czyli takie, których polityka inwestycyjna obejmuje lokowanie środków w papiery dłużne oraz w akcje. Jak wskazują przedstawione dane, wartość aktywów zarządzanych przez typowe fundusze korporacyjne wzrosła w zeszłym roku o ok 3,2 mld złotych.

Table 3: Margins of medium-term bonds placed on the Polish market — Blue Chips, Mid Caps / Tabela 3: Marże obligacji średnioterminowych uplasowanych na rynku polskim — Blue Chips, Mid Caps

Date of issuance/ Data emisji	Name of issuer/ Nazwa emitenta	Tenor	Issuance amount/ Kwota emisji	WIBOR	Margin/ Marża
2015-02-10	Enea	5	1,000,000,000	6M	0.85%
2014-11-04	Tauron PE	5	1,750,000,000	6M	0.90%
2014-05-06	PKN Orlen**	6	100,000,000	6M	1.40%
2014-04-28	PKN Orlen**	4	200,000,000	6M	1.30%
2013-12-02	PKN Orlen**	4	200,000,000	6M	1.40%
2013-12-02	PKN Orlen**	4	100,000,000	6M	1.30%
2013-06-27	PGE	5	1,000,000,000	6M	0.70%
2013-06-20	Eurocash***	5	140,000,000	6M	1.60%
2013-03-28	PKN Orlen**	4	200,000,000	6M	1.50%
2012-10-18	Energa	7	1,000,000,000	6M	1.50%
2014-10-24	Inter Cars	5	150,000,000	6M	1.28%
2014-09-10	AmRest	5	140,000,000	6M	2.35%
2014-06-10	CCC	5	210,000,000	6M	1.47%
2013-06-18	AmRest	5	140,000,000	6M	2.40%
2013-05-13	Multimedia Polska	7	1,038,000,000	6M	3.25%

**public issuance

**emisja publiczna

***issuance with a discount, margin 1.45%

***emisja z dyskontem, marża 1,45%

Source: gpwcatalyst.pl; levels of points by issuance volume

Źródło: gpwcatalyst.pl; rozmiar punktów wg wielkości emisji

Interestingly, a large part of the issuances is bought by cash and money funds. Partially, it explains why the role of WIBOR is so important as regards the issuances. According to the strategy of the funds, the maximum

Co ciekawe, duża część emisji nabywana jest przez fundusze gotówkowe i pieniężne. To po części stanowi odpowiedź na pytanie dlaczego WIBOR odgrywa tak dużą rolę jeżeli chodzi o emisje. Zgodnie ze strategią funduszy,

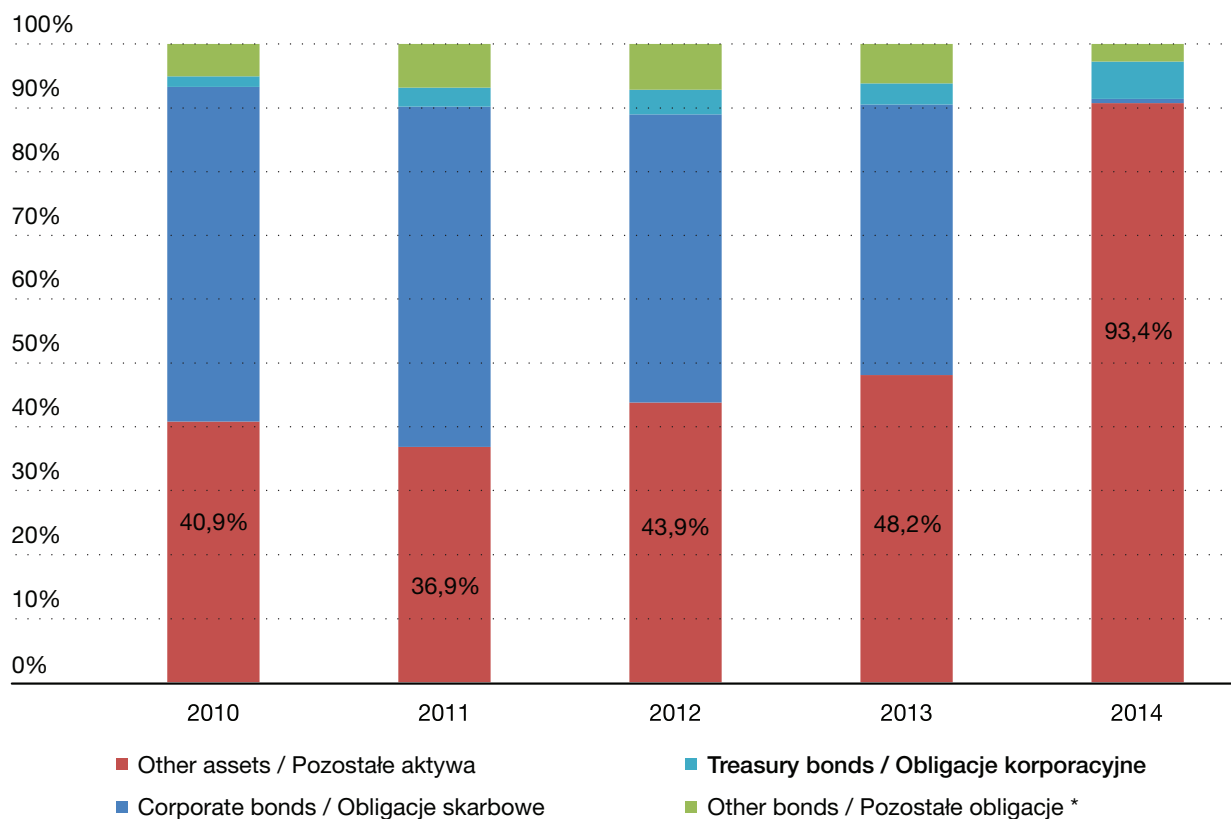
risk period for the interest rate is one year. That structure also has an impact on the period of maturity of the *blue chips* bonds. Taking liquidity into account, due to the client's possibility to withdraw money from TFI, the possibilities of the managers are limited (the securities with a shorter maturity period are preferred).

TFI also try to create the products which would encourage their clients to extend the period of investment, cooperating with insurance companies by wrapping investment funds units with policies (with a high fee for liquidation of the policy in initial periods of the product life). As a result, they are able to invest more aggressively in the securities with longer maturity period.

maksymalny okres ryzyka stopy procentowej wynosi rok. Struktura ta wpływa również na okres zapadalności obligacji firm *blue chips*. Biorąc pod uwagę płynność, możliwość wycofania pieniędzy z TFI jaką dysponuje klient sprawia, że pole manewru zarządzających jest ograniczone (preferowane są papiery wartościowe o krótszym terminie zapadalności).

TFI starają się również kreować produkty, które skłonią ich klientów do wydłużenia okresu inwestycji, współpracując z firmami ubezpieczeniowymi poprzez opakowanie jednostek funduszy inwestycyjnych w polisy (gdzie istnieje wysoka opłata za likwidację polisy w pierwszych okresach życia produktu). Dzięki temu są w stanie bardziej agresywnie inwestować w papiery o dłuższym okresie zapadalności.

Figure 1: Structure of OFE portfolios 2010–2014 / Wykres 1: Struktura portfeli OFE 2010–2014



Source: PFSA.

Źródło: KNF.

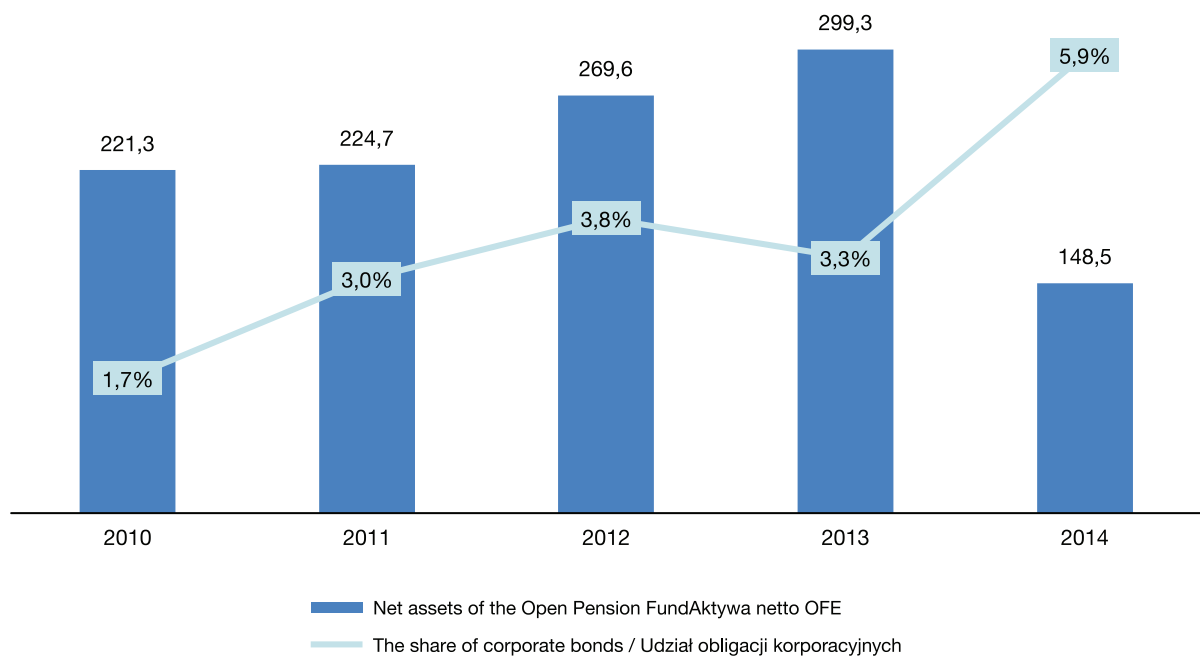
Another group are pension funds. It seemed that the pension reform, which resulted in taking a half of the assets in a form of treasury bonds from OFE, will have a certain impact on a change in the fund policy. As the data in Charts 1 and 2 show, the share of corporate funds in OFE portfolios increased from 3% to about 6%. However, if we take a closer look at the structure of portfolios, it is evident that they are dominated

Kolejna grupa to fundusze emerytalne. Wydawało się, że reforma emerytalna, której efektem było odebranie OFE połowy aktywów w formie obligacji skarbowych wpłynie trochę na zmianę polityki funduszy. Jak pokazują dane zamieszczone na Wykresach 1 i 2, udział obligacji korporacyjnych w portfelach OFE wzrósł z 3% do ok. 6%. Jednakże jeżeli przyjrzymy się dokładniej strukturze portfeli to widać, że dominują w nich obligacje

by the bonds of banks and *blue chips* companies – for fund managers, the safety of investment is more important than building a large portfolio of corporate bonds of a higher risk and the diversification of that risk through the appropriately high diversification of corporate issuers and branches in which they operate. In our opinion, that situation is connected with imposing investment limits on OFE – last year, at least 75% of assets had to be invested in stocks. This year, this requirement was reduced to 55%. Thus, it should be observed how it will influence the change in their strategy.

banków i firm *blue chips* — dla zarządzających funduszami ważniejsze jest bezpieczeństwo inwestycji niż budowanie dużego portfela obligacji korporacyjnych o wyższym ryzyku i dywersyfikacji tego ryzyka poprzez odpowiednio dużą dywersyfikację emitentów korporacyjnych i branż, w których działają. W naszej opinii, sytuacja ta związana była z narzuceniem limitów inwestycyjnych na OFE — w zeszłym roku minimum 75% aktywów funduszy musiało być ulokowanych w akcjach. W tym roku, wymóg ten obniżono do 55%. Należy więc obserwować, jak wpłynie to na zmianę ich strategii.

Figure 2: Share of corporate bonds in OFE portfolios / Wykres 2: Udział obligacji korporacyjnych w portfelach OFE



Source: PFSA.

Źródło: KNF.

I also would like to refer to the issue of market sentiment. Taking into account that, in connection with the lower level of interest rates, the value of assets in a form of stocks will increase, I am not convinced that the demand of OFE for corporate debt will be high. The representatives of funds estimate that the spreads of bonds of the best issuers do not reflect the real level of risk completely. Some institutions prefer to engage in securities issued by *mid-cap* type entities, that is, companies with a revenue exceeding one billion, where spreads can be slightly higher, that is, on the level of about 128–150 points.

Chciałbym również poruszyć kwestię sentymentu rynkowego. Biorąc pod uwagę, że w związku z niskim poziomem stóp procentowych aktywa w postaci akcji będą zyskiwały na wartości, nie jestem przekonany, że popyt OFE na dług korporacyjny będzie duży. W ocenie przedstawicieli funduszy, spready obligacji najlepszych emitentów nie do końca odzwierciedlają realny poziom ryzyka. Niektóre instytucje wolą angażować się w papiery emitowane przez podmioty typu *mid-cap*, czyli firm z przychodami powyżej miliarda, gdzie spready mogą być nieco wyższe, czyli na poziomie ok. 128–150 punktów.

Another aspect worth discussing are the changes introduced to the act on bonds, proposed by market participants. Generally, the new act on bonds is based on the previous regulations. However, there are several important changes which make our life easier. Among others, a possibility to issue bonds through a special-purpose company was introduced. The previous act did not stipulate unambiguously whether it was permitted to conduct structured issuances by a company which had not pursued any business activity. It was also made precise that foreign entities may conduct issuances in our country. In addition, a definition of subordinate debt was introduced. In the previous version of the act, that issue was not clear, which was quite problematic in the case of an issuance of subordinate debt by the banks, as it was not known whether specific contractual solutions would ensure specific subordinations or not. In addition, a new type of perpetual bonds was introduced. The previous solution did not make it possible to issue bonds with no maturity date. Apart from that, the requirement was introduced which, in fact, confirmed the actual practice, that, on the website of the issuer, specific information must be provided. Another very important issue are collaterals. Up to the present, doubts have arisen frequently whether it is possible to issue a bond which is unsecured at the beginning, but a collateral will be provided later. A common requirement of many transactions was providing a collateral after the issuance of bonds. As provided for in the previous version of the act was, it was not possible to issue a bond before establishing a collateral, which led to creating complicated legal solutions. The new solutions provide for such possibility. As far as the meeting of bondholders is concerned, the new act regulates the solutions which were introduced to various transactions in a commercial manner, that is, on the basis of freedom of contract. Those regulations include, among others, the issue of adopting decisions through a specific number of the votes, for example, if issuance terms are infringed upon. In addition to that, a possibility to establish a forum for a discussion with the bondholders by the issuer was formalized. It is tremendously important if a company undergoes restructuring and, in connection with that, it is necessary to change the terms of financing, for example, agree on repayment of a debt in instalments, release certain collaterals or provide an additional collateral for a transaction.

Other interesting changes include the exclusion of bonds from the provisions on maximum interest rates (the fourfold of NBP Lombard rate). The interest rate on certain

Aspektem, który także wymaga omówienia są zmiany wprowadzone w ustawie obligacjach, postulowane przez uczestników rynku. Generalnie, nowa ustawa obligacjach opiera się na dotychczasowych regulacjach. Jest jednak kilka istotnych zmian, które ułatwiają nam życie. Wprowadzono między innymi możliwość emisji obligacji przez spółkę specjalnego przeznaczenia. Poprzednia ustawa nie wskazywała jasno czy dozwolone jest przeprowadzanie emisji strukturyzowanych emitowanych przez spółkę, która do tej pory nie prowadziła żadnej działalności gospodarczej. Doprecyzowano również, że podmioty zagraniczne mogą przeprowadzać emisję w naszym kraju. Ponadto, wprowadzono definicję długu podporządkowanego. W poprzedniej wersji ustawy kwestia ta nie była jasna, co było dość problematyczne w przypadku emisji długu podporządkowanego przez banki, ponieważ nie było wiadomo, czy konkretne rozwiązania umowne zapewnią określone podporządkowania, czy też nie. Ustanowiono także nowy rodzaj obligacji wieczystych. Wcześniejsze rozwiązanie nie dopuszczało możliwości emitowania obligacji o nieokreślonym terminie wykupu. Wprowadzono również wymóg — tak naprawdę sankcjonujący obowiązującą praktykę — że na stronie internetowej emitenta muszą być umieszczone określone informacje. Kolejna sprawa, bardzo istotna, to zabezpieczenia. Do tej pory, często pojawiały się wątpliwości, czy można wyemitować obligację, która nie będzie na początku zabezpieczona, ale uzyska zabezpieczenie w późniejszym terminie. Powszechnym wymogiem wielu transakcji było ustanowienie zabezpieczenia po emisji obligacji. Ustawa w swoim poprzednim brzmieniu mówiła, że nie można wydać obligacji przed ustanowieniem zabezpieczenia, co prowadziło do tworzenia skomplikowanych rozwiązań prawnych. Zgodnie z nowymi rozwiązaniami można tego dokonać. Jeżeli chodzi o zgromadzenie obligatariuszy, w nowej ustawie usankcjonowano to, co wprowadzono do różnych transakcji w sposób komercyjny na zasadzie swobody umów. Chodzi tu m.in. o kwestię podejmowania decyzji określoną liczbą głosów, na przykład w sytuacji wystąpienia przypadku naruszenia warunków emisji. Sformalizowano także możliwość ustanowienia przez emitenta forum do dyskusji z obligatariuszami. Ma to niebywałe znaczenie w sytuacji, gdy firma jest w stanie restrukturalizacji i w związku z tym trzeba zmienić warunki finansowania, np. umówić się na rozłożenie na raty długu, zwolnić jakieś zabezpieczenia, albo „dobezpieczyć” transakcję.

Inne ciekawe zmiany to wyłączenie oprocentowania obligacji spod przepisów o maksymalnych odsetkach

transaction, particularly now, when the interest rates are low, is 10%. If we wished to conduct a transaction concerning, for example, the subordinate debt, the investors, in many cases, expect even higher interest rates. As I demonstrated earlier, the spreads of certain operations conducted by enforcement companies were 400–500 points. If we were to complicate that instrument even more and increase its risk, the investors would expect much higher rates of return. In the past, it often led to the situations when, as a result of reduction of interest rates, certain issuers did not pay higher interests. The purpose of the act on counteracting usury was consumer protection. In connection with the fact that, in this place, what we deal with are companies rather than individuals, that solution had no sense.

Within the last two years, the increase in the issuances addressed to a retail client has been observed. Table 3 presents the examples of such transactions. In connection with the lower interest rate and – consequently – low interests in banks, some of the issuers decided to obtain financing from individuals. To put it simply, the margins of certain issuances make it possible to earn more than a deposit. PKN ORLEN took advantage of such type of financing and obtained about a billion zlotys.

Summing up, I think that the corporate market will grow. Obviously, the sentiment on the market is a challenge – we are not sure whether share instruments will not turn out to be more attractive for investors. A characteristic feature of the corporate securities market is that the transactions of the value exceeding a billion zlotys occur at least once a year (among others, Energa, Tauron, Enea, PGE). Most of them are connected with the power or finance sector. Referring to the perspectives for market development, growth should mainly be expected in the segment of *mid-caps*.

(czterokrotność stopy lombardowej NBP). Oprocentowanie niektórych transakcji, szczególnie teraz, przy niskich stopach procentowych, wynosi 10%. Jeżeli chcielibyśmy przeprowadzić transakcję dotyczącą np. długu podporządkowanego, to często inwestorzy oczekują nawet wyższego oprocentowania. Jak wcześniej pokazałem, spready niektórych operacji przeprowadzanych przez firmy windykacyjne wynosiły 400-500 punktów. Jeżeli mielibyśmy jeszcze bardziej skomplikować ten instrument i podnieść jego ryzyko, to inwestorzy będą oczekiwali znacznie wyższych stóp zwrotu. W przeszłości prowadziło to często do sytuacji, gdzie na skutek obniżki stóp procentowych niektórzy emitenci nie wypłacali wyższych odsetek. Celem ustawy antylichwiarskiej była ochrona konsumentka. W związku z tym, że tutaj mówimy raczej o firmach, rozwiązanie to nie miało sensu.

W ciągu minionych dwóch lat zaobserwowano wzrost emisji skierowanych do klienta detalicznego. Tabela 3 przedstawia przykłady takich transakcji. W związku z niskim poziomem stóp procentowych i — co za tym idzie — niskim oprocentowaniem w bankach, część emitentów zdecydowała się też sięgnąć po finansowanie od tak zwanego „Kowalskiego”. Mówiąc wprost, marże niektórych emisji pozwalają zarobić więcej niż depozyt. PKN Orlen skorzystał z tego typu finansowania i pozyskał około miliard złotych.

Podsumowując, uważam, że rynek korporacyjny będzie rósł. Oczywiście, sentyment na rynku stanowi pewne wyzwanie — nie mamy pewności, czy instrumenty udziałowe nie okażą się bardziej atrakcyjne dla inwestorów. Charakterystyczną cechą rynku papierów korporacyjnych jest to, że transakcje, których wartość przekracza miliard złotych mają miejsce mniej więcej raz w roku (m.in. Energa, Tauron, Enea, PGE). Większość z nich związana jest z sektorem energetycznym lub finansowym. Odnosząc się do perspektyw rozwoju rynku, to wzrostu należy oczekiwać głównie w segmencie *mid-caps*.

Table 4: Dynamic increase in the number of corporate bond issuances through a prospectus public offering for retail clients in 2014 — selected issuances of bonds / Tabela 4: Dynamiczny wzrost liczby emisji obligacji korporacyjnych w trybie oferty publicznej prospektowej dla klientów detalicznych w 2014 r. — wybrane emisje obligacji

Basic information / Podstawowe informacje					
	ECHO INVESTMENT	BEST SA	PCC ROKITA	KRUK	PKN ORLEN**
Series / Seria	4 series (A, B, C, D)	K1, K2	2 series (BA, BB)	T1 series	6 series (A, B, C, D, E, F)
Bonds interest rate / Oprocentowanie obligacji	<p>WIBOR for 6-month deposits plus margin: / WIBOR dla depozytów 6-miesięcznych powiększony o marżę:</p> <p><u>A series</u> 2.95%</p> <p><u>B series</u> 2.85%</p> <p><u>C and D series</u> 3.15%</p> <p>Interest paid every 6 months./ Odsetki wypłacane co 6 miesięcy.</p>	<p><u>K1 series</u>: WIBOR for 3-month deposits plus the margin of 3.80% a year. Interests paid every 3 months. / <u>Seria K1</u>: WIBOR dla depozytów 3-miesięcznych powiększony o marżę w wysokości 3,80% w skali roku. Oprocentowanie wypłacane co 3 miesiące.</p> <p><u>K2 series</u>: fixed interest rate of 6%. Interests paid every 3 months. / <u>Seria K2</u>: oprocentowanie stałe 6%. Odsetki wypłacane co 3 miesiące.</p>	<p>Fixed interest rate 5.5% Interests paid every 3 months. / Oprocentowanie stałe 5,5%. Odsetki wypłacane co 3 miesiące.</p>	<p>WIBOR for 3-month deposits plus the margin of 4%. Interests paid every 3 months. / WIBOR dla depozytów 3-miesięcznych powiększony o marżę w wysokości 4%. Odsetki wypłacane co 3 miesiące.</p>	<p>Variable interest rate based on WIBOR 6M, plus the margin of 1.3-1.5% / Oprocentowanie zmienne oparte o stopę WIBOR 6M, powiększone o marżę w wysokości 1,3-1,5%</p> <p><u>F series</u>: fixed interest rate of 5%. / <u>Seria F</u>: oprocentowanie stałe 5%</p> <p>Interests paid every 6 months. / Odsetki wypłacane półrocznie.</p>
Nominal value of one bond / Wartość nominalna jednej obligacji	PLN 100	PLN 100	PLN 100	PLN 100	PLN 100
Date of issuance / Data emisji	<p><u>A, B series</u>: 2014-07-22</p> <p><u>C series</u>: 2014-10-06</p> <p><u>D series</u>: 2014-11-07</p>	<p><u>K1 series</u>: 2014-04-30</p> <p><u>K2 series</u>: 2014-10-30</p>	<p><u>BA series</u>: 2014-04-17</p> <p><u>BB series</u>: 2014-10-15</p>	2013-12-06	<p>2013-06-28 (first date of issuance)</p> <p><u>F series</u>: 2014-05-06</p>

Maturity / Zapadalność	2018-04-20 (date of maturity of the last series of bonds / data zapadalności ostatniej serii obligacji)	2018-10-30 (date of maturity of the last series of bonds / data zapadalności ostatniej serii obligacji)	2019-10-15 (date of maturity of the last series of bonds / data zapadalności ostatniej serii obligacji)	2017-12-06	2020-04-09 (date of maturity of the last series of bonds / data zapadalności ostatniej serii obligacji)
Cases of infringing (financial ratios) / Przypadki naruszenia (wskaźniki finansowe)	Net debt/assets not higher than 0.7 / Dług netto/aktywa nie wyższy niż 0,7	Net debt/equities not higher than 2.50 / Dług netto/Kapitały własne nie wyższy niż 2,50	None / Brak	None / Brak	None / Brak
Total nominal value of the bonds: / łączna wartość nominalna obligacji:	PLN 200,000,000	PLN 95,000,000	PLN 47,000,000	PLN 15,000,000	PLN 1,000,000,000
Total issuance costs / łączne koszty emisji	PLN 2,545,776	PLN 2,087,000	no data	PLN 426,000	PLN 8,300,000
Gross YTM profitability* / Rentowność YTM brutto*	C series: 4.23% D series: 4.26%	K1 series: 5.57% K2 series: 5.64%	BA series: 4.79% BB series: 4.82%	4.21%	A-E series: 2.57%-3.11% F series: 3.61%

* Gross YTM profitability as of 10 February 2015 calculated in accordance with GPW Catalyst profitability calculator, takes into account the tax of 19% / * Rentowność YTM brutto na dzień 10.02.2015 r. obliczona zgodnie z kalkulatorem rentowności GPW Catalyst, uwzględnia podatek 19%

Source: gpwcatalyst.pl

Źródło: gpwcatalyst.pl

The increase in the value of the issuances is also connected with the growth of our companies. What we are dealing with here is a margin fall, which is a result of low interest rates and the increase in demand caused by the inflow of capital. A consequence of that phenomenon is looking for the manners of obtaining higher margins by TFI and *asset managers*. The increasing competition from the side of the banks granting loans in connection with the growing prosperity and, consequently, the inflow of money, has an impact on the fall of financial costs of the issuers. In connection with the narrowing loan spreads, TFI are forced to consider a change to the present fee policy. If the fees for managing an average debt fund are on the level of 1–1.5% and if that entity bought securities for WIBOR +400 points, after deducting costs from all that (approximately 2%) per saldo it will be about 2% above WIBOR. At present, taking into account that the spreads begin to fall to the level of 200–300 points, a question arises: how long can such rate continue for? On foreign markets, at low interest rates, a fee for managing the funds of such type is about 25–40 basis points. I also would like to add that, in connection with the low interest rates, one should expect the increase in the number of offers addressed to those retail clients. I think that the situation from 2014, when we had a sharp increase in the number of such offers, can happen again.

Finally, I also would like to present the issues which, in my opinion, should be discussed. One of them is the requirement of animation. As far as the banks are concerned, the problem is that if we have a brokerage license, even for only one service, for example, to sell share units in investment funds, another license should be obtained for other brokerage services. A brokerage, not banking license. For example, if, in the past, mBank received a license to sell share units, in order for us to trade actively on the stock exchange in the securities allowed to be listed, we must, additionally, obtain a brokerage license, that is, go again through the process which we went through obtaining the banking license. Moreover, in such situation, we are under a different supervision, which exposes us to additional costs and expenditures. In connection with that, it was proposed to introduce a possibility to obtain one license to pursue various types of activity. For us, that is, for the bank, it is the same process as obtaining a brokerage license, since changing the banking license is quite a similar procedure.

Wzrost wartości emisji związany jest również ze wzrostem naszych firm. Mamy do czynienia ze spadkiem marż, który jest efektem niskich stóp procentowych oraz wzrostem popytu, który wnika z napływu kapitału. Skutkiem tego zjawiska jest poszukiwanie sposobów na pozyskiwanie wyższych marż przez TFI i *asset managerów*. Coraz większa konkurencja ze strony banków udzielających kredyt w związku z poprawiającą się koniunkturą, oraz idący za tym napływ pieniędzy, wpływa na spadek kosztów finansowych emitentów. W związku z zacieśnieniem spreadów kredytowych, TFI zmuszone są do rozważenia zmiany prowadzonej polityki opłat. Jeżeli opłaty za zarządzanie przeciętnego funduszu dłużnego wynoszą 1–1,5%, i jeżeli podmiot ten kupował papiery wartościowe za WIBOR +400 punktów, to po odjęciu od tego wszystkich kosztów (ok. 2%) per saldo wyjdzie to jakieś 2% powyżej WIBORu. Obecnie, biorąc pod uwagę, że spready zaczynają spadać do poziomu 200–300 punktów, pojawia się pytanie — jak długo może utrzymać się taka stawka? Na rynkach zagranicznych, przy niskich stopach procentowych, opłata za zarządzanie tego typu funduszami wynosi 25–40 punktów bazowych. Chciałbym również dodać, że w związku z niskimi stopami procentowymi, należy spodziewać się wzrostu liczny ofert adresowanych dla tych klientów detalicznych. Uważam, że sytuacja z 2014 r., gdzie mieliśmy swego rodzaju wysyp takich ofert, może się powtórzyć.

Na zakończenie chciałbym jeszcze przedstawić kwestie, które w mojej ocenie należy poddać pod dyskusję. Pierwsza z nich to wymóg animacji. Jeżeli chodzi o banki, mamy tego typu problem, że jeżeli posiadamy licencję maklerską chociażby na jedną usługę, na przykład na sprzedawanie jednostek funduszy uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych, to na pozostałe usługi maklerskie musimy uzyskać kolejną licencję. Licencje maklerską, a nie bankową. Na przykład, jeżeli mBank dostał kiedyś licencję na sprzedaż jednostek uczestnictwa, to żeby móc aktywnie handlować na giełdzie papierami dopuszczonym do notowań, musimy dodatkowo uzyskać licencje maklerską, czyli przeprowadzić ponownie proces, który przyprowadzaliśmy już uzyskując licencję bankową. Co więcej, podlegamy wówczas pod inny nadzór, co naraża nas na poniesienie dodatkowych kosztów i wydatków. W związku z tym padła propozycja, żeby wprowadzić możliwość uzyskiwania jednej licencji na prowadzenie różnych rodzajów działalności. Dla nas, czyli dla banku, jest to taki sam proces jak uzyskiwanie licencji maklerskiej, ponieważ zmiana licencji bankowej to trochę podobna procedura.

Consequently, a question arises whether those changes will not result in certain limitations. If some of the banks should buy the securities of such type, seeing a possibility to locate their lending action in the instruments of such type, and the other part of the investors, that is, TFI and OFE, require that those securities are listed on a stock exchange, following the provisions of IAS, the banks should classify those instruments as available for sale. As stipulated in the new regulations proposed by the supervisor, the banks will have to restrict their lending action in that segment, as they also stipulate on regulating the activity connected with acquiring financial instruments by the banks and limiting it in relation to equities or assets. In connection with that, we are wondering how much those changes will have an impact on our possibilities of an active animation. Banks are one of the most active players on the market of treasury bonds, so it should be their role to sustain the liquidity on the secondary market of debt securities. At this point, I would agree with the rating agency that liquidity on the debt market is not a very important element. It is obvious that there is no such liquidity unless the issuer is in a good condition. The activity increases in the case of a fixed interest rate, which, generally, does not exist here. We dealt with such situation in the case of Orlen or the Capital City of Warsaw (fixed-income bonds), when the interest rate was reduced.

Another issue is as follows: how high can the liquidity be for the issuance of the value of 30 or 50 billion zlotys. Our companies are not big and will not borrow 100 million euro at a time. At least most of them. In connection with that, in my opinion, one should not expect a change to policy and investors (particularly institutional ones), who buy securities and keep them until maturity. I also think that a large number of enterprises will employ such solution more and more frequently – not every transaction can be financed in banks. Obviously, a loan will be the first choice due to the relations, knowledge and cost, as well as due to the fact that the instrument simply fits most of the needs of the companies. It is the role of banks and brokerage offices to find the projects for which the bond is an appropriate source of financing. Their activities will have a significant impact on the speed and manner of development of that segment.

Pojawia się więc pytanie, czy zmiany te nie spowodują pewnych ograniczeń. Jeżeli część banków powinna kupować tego typu papiery, widząc możliwość lokowania swojej akcji kredytowej w tego typu instrumentach, a druga część inwestorów, tj. TFI i OFE, wymaga, żeby papiery te były notowane na giełdzie, to według przepisów MSR banki powinny klasyfikować te instrumenty jako dostępne do sprzedaży. Zgodnie z nowymi regulacjami proponowanymi przed nadzorcę, banki będą musiały ograniczyć swoją akcję kredytową w tym segmencie, ponieważ mówią one również o regulowaniu aktywności związanej z nabywaniem instrumentów finansowych przez banki i limitowaniu jej w odniesieniu do kapitałów własnych, czy też w odniesieniu do aktywów. W związku z tym zastanawiamy się, na ile zmiany te wpłyną na nasze możliwości aktywnej animacji. Banki są jednym z najbardziej aktywnych graczy na rynku obligacji skarbowych, także ich rolą powinno być podtrzymywanie płynności na rynku wtórnym papierów dłużnych. Zgodzę się tutaj z agencją ratingową, że płynność na rynku długu to nie jest bardzo istotny element. Oczywistym jest fakt, że tej płynności nie ma dopóki emitent jest w dobrej kondycji. Aktywność wzrasta w przypadku stałej stopy procentowej, której u nas zwykle nie ma. Ze zdarzeniem takimi mieliśmy do czynienia w przypadku Orlenu czy Miasta Stołecznego Warszawy (obligacje stałokuponowe), kiedy dokonano obniżki stóp procentowych.

Druga kwestia jest taka: jak duża może być płynność na emisji, której wartość wynosi 30 czy 50 milionów złotych. Nasze firmy nie są duże, i nie będą pożyczać po 100 milionów euro. Przynajmniej większość z nich. W związku z tym, moim zdaniem nie należy spodziewać się zmiany polityki inwestorów (zwłaszcza instytucjonalnych), którzy kupują papiery i trzymają je do czasu wykupu. Uważam również, że duża liczba przedsiębiorstw będzie coraz częściej sięgała po tego typu emisje — nie każdą transakcję da się sfinansować w bankach. Oczywiście, kredyt będzie pierwszym wyborem, ze względu na relacje, wiedzę i koszt, oraz na to, że instrument ten po prostu pasuje do większości potrzeb firm. Rolą banków i biur maklerskich jest znalezienie projektów, dla których obligacja jest odpowiednim źródłem finansowania. Ich działania w dużej mierze będą wpływały na to, jak szybko i w jaki sposób segment ten będzie się rozwijał.

The list of previous PBR–CASE / BRE Bank–CASE and mBank–CASE Seminar Proceedings

Lista Zeszytów PBR–CASE / BRE Bank–CASE i mBank–CASE

Previous editions are available at <http://www.case-research.eu/en/publications/list?series=48>

Poprzednie edycje dostępne pod adresem <http://www.case-research.eu/pl/publications/list?series=48>

1. Absorpcja kredytów i pomocy zagranicznej w Polsce w latach 1989–1992
2. Absorpcja zagranicznych kredytów inwestycyjnych w Polsce z perspektywy pożyczkodawców i pożyczkobiorców
3. Rozliczenia dewizowe z Rosją i innymi republikami b. ZSRR. Stan obecny i perspektywy
4. Rynkowe mechanizmy racjonalizacji użytkowania energii
5. Restrukturyzacja finansowa polskich przedsiębiorstw i banków
6. Sposoby finansowania inwestycji w telekomunikacji
7. Informacje o bankach. Możliwości zastosowania ratingu
8. Gospodarka Polski w latach 1990–92. Pomiary a rzeczywistość
9. Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstw i banków
10. Wycena ryzyka finansowego
11. Majątek trwały jako zabezpieczenie kredytowe
12. Polska droga restrukturyzacji złych kredytów
13. Prywatyzacja sektora bankowego w Polsce — stan obecny i perspektywy
14. Etyka biznesu
15. Perspektywy bankowości inwestycyjnej w Polsce
16. Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstw i portfeli trudnych kredytów banków komercyjnych (podsumowanie skutków ustawy o restrukturyzacji)
17. Fundusze inwestycyjne jako instrument kreowania rynku finansowego w Polsce
18. Dług publiczny
19. Papiery wartościowe i derywaty. Procesy sekurytyzacji
20. Obrót wierzytelnościami
21. Rynek finansowy i kapitałowy w Polsce a regulacje Unii Europejskiej
22. Nadzór właścicielski i nadzór bankowy
23. Sanacja banków
24. Banki zagraniczne w Polsce a konkurencja w sektorze finansowym
25. Finansowanie projektów ekologicznych

26. Instrumenty dłużne na polskim rynku
27. Obligacje gmin
28. Sposoby zabezpieczania się przed ryzykiem niewypłacalności kontrahentów. Wydanie specjalne: Jak dokończyć prywatyzację banków w Polsce
29. Jak rozwiązać problem finansowania budownictwa mieszkaniowego
30. Scenariusze rozwoju sektora bankowego w Polsce
31. Mieszkalnictwo jako problem lokalny
32. Doświadczenia w restrukturyzacji i prywatyzacji przedsiębiorstw w krajach Europy Środkowej
33. (nie ukazała się / was not published)
34. Rynek inwestycji energooszczędnych
35. Globalizacja rynków finansowych
36. Kryzysy na rynkach finansowych — skutki dla gospodarki polskiej
37. Przygotowanie polskiego systemu bankowego do liberalizacji rynków kapitałowych
38. Docelowy model bankowości spółdzielczej
39. Czy komercyjna instytucja finansowa może skutecznie realizować politykę gospodarczą państwa?
40. Perspektywy gospodarki światowej i polskiej po kryzysie rosyjskim
41. Jaka reforma podatkowa jest potrzebna dla szybkiego wzrostu gospodarczego?
42. Fundusze inwestycyjne na polskim rynku — znaczenie i tendencje rozwoju
43. Strategia walki z korupcją — teoria i praktyka
44. Kiedy koniec złotego?
45. Fuzje i przejęcia bankowe
46. Budżet 2000
47. Perspektywy gospodarki rosyjskiej po kryzysie i wyborach
48. Znaczenie kapitału zagranicznego dla polskiej gospodarki
49. Pierwszy rok sfery euro — doświadczenia i perspektywy
50. Finansowanie dużych przedsięwzięć o strategicznym znaczeniu dla polskiej gospodarki
51. Finansowanie budownictwa mieszkaniowego
52. Rozwój i restrukturyzacja sektora bankowego w Polsce — doświadczenia 11 lat
53. Dlaczego Niemcy boją się rozszerzenia strefy euro?
54. Doświadczenia i perspektywy rozwoju sektora finansowego w Europie Środkowo-Wschodniej
55. Portugalskie doświadczenia w restrukturyzacji i prywatyzacji banków
56. Czy warto liczyć inflację bazową?
57. Nowy system emerytalny w Polsce — wpływ na krótko- i długoterminowe perspektywy gospodarki i rynków finansowych

58. Wpływ światowej recesji na polską gospodarkę
59. Strategia bezpośrednich celów inflacyjnych w Ameryce Łacińskiej
59. (a) Reformy gospodarcze w Ameryce Łacińskiej
60. (nie ukazała się / was not published)
61. Stan sektora bankowego w gospodarkach wschodzących — znaczenie prywatyzacji
62. Rola inwestycji zagranicznych w gospodarce
63. Rola sektora nieruchomości w wydajnej realokacji zasobów przestrzennych
64. Przyszłość warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych
65. Stan finansów publicznych w Polsce — konieczność reformy
66. Polska w Unii Europejskiej. Jaki wzrost gospodarczy?
67. Wpływ sytuacji gospodarczej Niemiec na polską gospodarkę
68. Konkurencyjność reform podatkowych — Polska na tle innych krajów
69. Konsekwencje przystąpienia Chin do WTO dla krajów sąsiednich
70. Koszty spowolnienia prywatyzacji w Polsce
71. Polski sektor bankowy po wejściu Polski do Unii Europejskiej
72. Reforma procesu stanowienia prawa
73. Elastyczny rynek pracy w Polsce. Jak sprostać temu wyzwaniu?
74. Problem inwestycji zagranicznych w funduszu emerytalnym
75. Funkcjonowanie Unii Gospodarczej i Walutowej
76. Konkurencyjność sektora bankowego po wejściu Polski do Unii Europejskiej
77. Zmiany w systemie polityki monetarnej na drodze do euro
78. Elastyczność krajowego sektora bankowego w finansowaniu MSP
79. Czy sektor bankowy w Polsce jest innowacyjny?
80. Integracja europejskiego rynku finansowego — Zmiana roli banków krajowych
81. Absorpcja funduszy strukturalnych
82. Sekurytyzacja aktywów bankowych
83. Jakie reformy są potrzebne Polsce?
84. Obligacje komunalne w Polsce
85. Perspektywy wejścia Polski do strefy euro
86. Ryzyko inwestycyjne Polski
87. Elastyczność i sprawność rynku pracy
88. Bułgaria i Rumunia w Unii Europejskiej – Szansa czy konkurencja dla Polski?
89. Przedsiębiorstwa sektora prywatnego i publicznego w Polsce (1999–2005)

90. SEPA — bankowa rewolucja
91. Energetyka — polityka — ekonomia
92. Ryzyko rynku nieruchomości
93. Wyzwania dla wzrostu gospodarczego Chin
94. Reforma finansów publicznych w Polsce
95. Inflacja — czy mamy nowy problem?
96. Zaburzenia na światowych rynkach a sektor finansowy w Polsce
97. Stan finansów ochrony zdrowia
98. NUK — Nowa Umowa Kapitałowa
99. Rozwój bankowości transgranicznej a konkurencyjność sektora bankowego w Polsce
100. Kryzys finansowy i przyszłość systemu finansowego
101. Działalność antykryzysowa banków centralnych
102. Jak z powodzeniem wejść do strefy euro
103. Integracja rynku finansowego po pięciu latach członkostwa Polski w Unii Europejskiej
104. Nowe wyzwania w zarządzaniu bankami w czasie kryzysu
105. Credit crunch w Polsce?
106. System emerytalny. Finanse publiczne. Długookresowe cele społeczne
107. Finanse publiczne w krajach UE. Jak posprzątać po kryzysie (cz. 1)
108. Finanse publiczne w krajach UE. Jak posprzątać po kryzysie (cz. 2)
109. Kryzys finansowy — Zmiany w regulacji i nadzorze nad bankami
110. Kryzys fiskalny w Europie — Strategie wyjścia
111. Banki centralne w zarządzaniu kryzysem finansowym — Strategie wyjścia
112. Gospodarka niskoemisyjna — czy potrzebny jest Plan Marshalla?
113. Reformy emerytalne w Polsce i na świecie widziane z Paryża
114. Dostosowanie fiskalne w Polsce w świetle konstytucyjnych i ustawowych progów ostrożnościowych
115. Strefa euro — kryzys i drogi wyjścia
116. Zróżnicowanie polityki fiskalnej w trakcie kryzysu lat 2007–2009 i po kryzysie
117. Perspektywy polskiej gospodarki w latach 2012–2013
118. Problemy fiskalne w czasach malejącego popytu i obaw o wysokość długu publicznego
119. Kondycja banków w Europie i Polsce. Czy problemy finansowe inwestorów strategicznych wpłyną na zaostrzenie polityki kredytowej w spółkach–córkach w Polsce
120. Zmiany regulacji a rozwój sektora bankowego
121. Scenariusze energetyczne dla Polski

122. Dlaczego nie wolno dopuścić do rozpadu strefy euro
123. Unia bankowa — skutki dla UE, strefy euro i dla Polski
124. Procedura restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banku— doświadczenia światowe, rozwiązania dla UE i dla Polski
125. Ład korporacyjny w bankach po kryzysie
126. Sektor bankowy w Europie. Co zmienił kryzys?
127. Austerity Revisited, czyli ponownie o zacieśnieniu fiskalnym
128. Polityczne korzenie kryzysów bankowych i ograniczonej akcji kredytowej
129. Długofalowe skutki polityki niskich stóp i poluzowania polityki pieniężnej
130. Kryzysy finansowe w ujęciu historycznym i co z nich dla nas wynika / Lessons learned for monetary policy from the recent crisis
131. Skutki niekonwencjonalnej polityki pieniężnej: czego banki centralne nie uwzględniają w swoich modelach? / The effects of unconventional monetary policy: what do central banks not include in their models?
132. Czy w Europie jest za dużo banków? / Is Europe Overbanked?
133. Polska transformacja ustrojowa w perspektywie porównawczej / The Polish Transition in a Comparative Perspective
134. Jak kształtowała się konkurencja w sektorze bankowym w Polsce i w Europie przed kryzysem i w okresie kryzysu / Competition in the Polish and European Banking Sectors Prior to and During the Crisis
135. Ćwierć wieku ukraińskich reform: za mało, za późno i zbyt wolno / A quarter century of economic reforms in Ukraine: too late, too slow, too little
136. Korporacyjny rynek papierów dłużnych w Polsce: aktualny stan, problemy, perspektywy rozwoju / Corporate debt securities market in Poland: state of art, problems, and prospects for development
137. Unia bankowa — gdzie jesteśmy? / The Banking Union: State of Art
138. Bezpośrednie i pośrednie obciążenia polskich banków AD 2015. Próba inwentaryzacji i pomiaru niektórych z nich / An assessment of direct and indirect liabilities of Polish banks AD 2015