



RZE, CZYLI REWOLUCJA W OBLIGACJACH

Skutkiem afer finansowych jest spadek zaufania inwestorów do rynku finansowego. Remedium na dostrzeżone po czasie patologie stają się przeważnie nowe przepisy i obostrzenia wzmacniające nadzór nad rynkiem. Jednym ze skutków afery Getback była gruntowna przebudowa polskiego prawa w zakresie obligacji, w tym wprowadzenie obowiązku rejestracji obligacji w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych (KDPW).

W ramach wzmocnienia nadzoru nad rynkiem stworzono także specjalny Rejestr Zobowiązań Emitentów obligacji (RZE), który ułatwia inwestorom wyszukiwanie informacji na temat papierów dłużnych. Dzięki rejestrowi możemy wreszcie poznać rzeczywisty rozmiar oraz kilka ważnych cech polskiego rynku nieskarbowych papierów dłużnych.

Co kryje w sobie RZE? Jeśli chcesz dowiedzieć się kilku nieoczywistych rzeczy o polskim rynku obligacji to zapraszam do lektury.

Czesław Bartłomiej Martysz, 4 czerwca 2020 r.

1. Obligacyjna rewolucja, czyli co zawdzięczamy Getbackowi?

W styczniu 2018 r. zadzwonił do mnie znajomy pośrednik finansowy. Po kilku minutach nagle przerwał rozmowę:

- *Słuchaj, muszę kończyć, bo jadę zawieźć klientowi obligacje Getbacku – rzekł znajomy.*
- *Ale jak to, zawieźć obligacje??* – odparłem skonsternowany.
- *No zawieźć, bo są na papierze...*

Drapałem się po głowie i nie mogłem zrozumieć, po co komu w XXI wieku obligacje w formie dokumentu? Czyżby moda na „vintage”? Powód był jednak banalny – Getback mógł sam emitować obligacje w formie materialnej tj. bez pośrednictwa banku lub firmy inwestycyjnej, co było po prostu tańsze i dawało możliwość szczodrego wynagradzania sprzedawców¹. Obligacje materialne same w sobie nie były niczym złym - wykorzystywano je chociażby do emisji w ramach grup kapitałowych (tzw. *intercompany*²), gdzie emitentem była spółka córka a obligatariuszem spółka matka. Celem tego zabiegu było uniknięcie podatku PCC³.

Z kolei obligacje zdematerializowane (w formie zapisu elektronicznego) mogły być zarejestrowane zarówno w ewidencjach banków i domów maklerskich jak i w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych (KDPW). Tylko rejestracja obligacji w KDPW dawała możliwość wprowadzenia obligacji do obrotu giełdowego. Obrót obligacjami nie mającymi formy dokumentu, ale zapisanymi w ewidencjach (poza KDPW), był możliwy tylko na rynku OTC⁴. Handel nimi był technicznie utrudniony, ponieważ obie strony transakcji musiały mieć założone rachunki powiernicze (subdepozytowe) w tej samej instytucji, która te papiery przechowywała w swej ewidencji. Historyczne i obecne formy rejestracji obligacji pokazano na rysunku 1.

Afera Getback to wręcz klasyczny przykład missellingu, w którym główną rolę odegrały akurat obligacje. Niestety dla inwestorów spotkanie z papierami Getbacku ostatecznie okazało się bolesną lekcją, bo większość z nich słowo „obligacje” kojarzyło dotychczas wyłącznie z papierami skarbowymi. W połowie 2018 r. obligacje stały się równie medialnym⁵ jak i „szatańskim instrumentem” co opcje walutowe niespełna 10 lat wcześniej, gdy wiele przedsiębiorstw wpadło w tarapaty finansowe po załamaniu się kursu złotego w stosunku do walut obcych. Afera Getback, pomijając kwestie missellingu obligacji czy oszustw księgowych, wywołała także dyskusję na temat konieczności stworzenia wspólnej bazy informacji o papierach dłużnych. Baza taka pozwalałaby weryfikować zadłużenie emitentów, a zwłaszcza to, czy nie rośnie ono w zbyt szybkim tempie. Remedium na obligacyjne patologie z afery Get-

¹ Getback miał własny zespół odpowiedzialny za dystrybucję obligacji.

² Przykładem takich emisji są obligacje PGE Górnictwo I Energetyka Konwencjonalna S.A. oraz ENEA Wytwarzanie Spółka z o.o., widoczne w tabeli 2.

³ Zgodnie z art. 7 ust. 1 pkt 3 ustawy z dnia 9 września 2000 r. o podatku od czynności cywilnoprawnych stawka podatku od umowy pożyczki wynosi (od stycznia 2019 r.) 0,5% (wcześniej było to 2%).

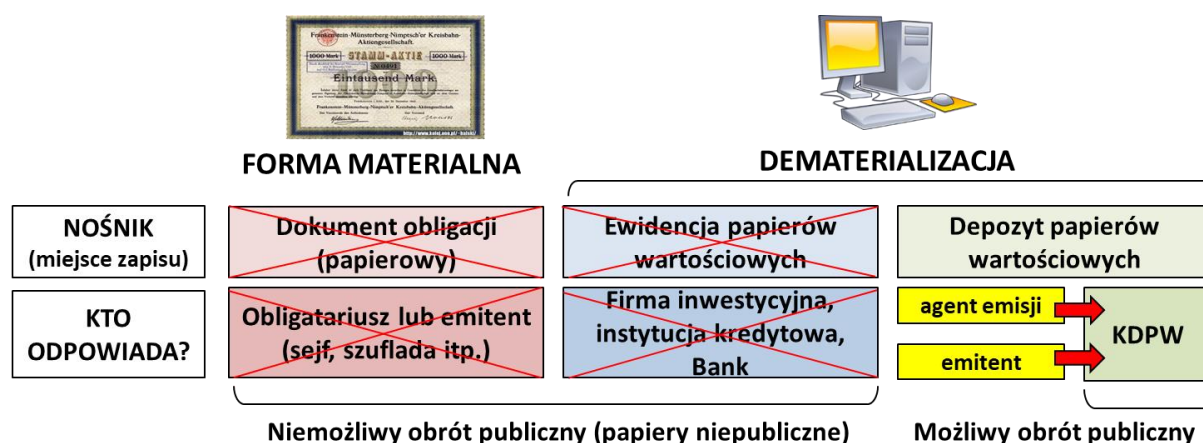
⁴ Jest to rynek, gdzie transakcje są zawierane bezpośrednio pomiędzy stronami, tj. bez pośrednictwa giełdy.

⁵ Wśród studentów niezmiennie najpopularniejszym od lat instrumentem finansowym (przynajmniej z nazwy) jest opcja, ponieważ każdy zawsze ma jakąś „opcję” ☺.

back była ustawa o wzmocnieniu nadzoru z 9 listopada 2018 r.⁶. Ustawa ta z dniem 1 lipca 2019 r. wprowadzała m.in. obowiązki:

- rejestracji wszystkich obligacji w KDPW (tym samym znosząc formę materialną) - rejestracja taka może odbyć się bezpośrednio w KDPW w trybie DvP⁷ lub za pośrednictwem agenta emisji⁸,
- przekazania do KDPW do 31 marca 2020 r. informacji o emisjach obligacji wg stanu na dzień 31 grudnia 2019 roku,
- comiesięcznej aktualizacji informacji w KDPW na temat zobowiązań z obligacji.

Rysunek 1. Formy rejestracji obligacji po 1 lipca 2019 r.



Źródło: Opracowanie własne

W celu zwiększenia przejrzystości rynku stworzono więc Rejestr Zobowiązań Emitentów (RZE, <https://rze.info>) wszystkich obligacji (a także listów zastawnych i częściowo certyfikatów inwestycyjnych), w którym od 1 kwietnia 2020 r.⁹ można już m.in. sprawdzić:

- łączną wartość nominalną obligacji wszystkich emitentów,
- wartość poszczególnych serii wraz z rokiem emisji, datą spłat odsetek i kapitału (kalendarz płatności) oraz wysokością (stanem) niewykonanych świadczeń,
- miejsce rejestracji obligacji.

W rejestrze RZE nie znajdziemy niestety m.in. informacji o wysokości marży, kowenantach, zabezpieczeniach ani też o wartości pozostającego aktualnie do spłaty kapitału, jeżeli obligacje są amortyzowane¹⁰. Dociekliwi mogą jednak policzyć wysokość kuponu danej serii obli-

⁶ Ustawa z dnia 9 listopada 2018 r. o zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru nad rynkiem finansowym oraz ochrony inwestorów na tym rynku.

⁷ *Delivery versus payment*; chodzi o jednoczesną emisję i rejestrację obligacji w KDPW na podstawie § 5 Szczegółowych Zasad Działania KDPW, pod warunkiem wcześniejszego wprowadzenia obligacji do ASO albo ich dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym.

⁸ Obligacje, w odniesieniu do których emitent nie zamierza ubiegać się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym ani o wprowadzenie do ASO, muszą być zarejestrowane w KDPW za pośrednictwem agenta emisji (zgodnie z art. 7a ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi).

⁹ Wprawdzie rejestr RZE uruchomiono już 1 lipca 2019 r., ale informacje o papierach wyemitowanych przed 1 lipca 2019 r. znalazły się w nim dopiero 31 marca 2020 r.

¹⁰ W przypadku obligacji notowanych na Catalyst, szczegółowe warunki emisji obligacji są dostępne na stronie <https://gpwcatalyst.pl/emitenci-obligacji-dokumenty-firmy> w formie not informacyjnych.

gacji, dzieląc wartość ostatnio wypłaconych odsetek przez nominał serii z uwzględnieniem częstotliwości wypłaty (przeważnie kwartalnej lub półrocznej). Od wartości kuponu odejmujemy odpowiednią wartość indeksu WIBOR i tajemnica marży jest rozwiązana 😊¹¹.

Mimo pewnych ograniczeń, dzięki RZE możemy wreszcie poznać pełniejszy i przede wszystkim publicznie dostępny obraz polskiego rynku obligacji nieskarbowych¹². Wybrane informacje o papierach, które wcześniej były „rozproszone” w wielu różnych rejestrach, zebrano wreszcie w jednym miejscu. Na pierwszy rzut oka wydaje się, że surowa informacja o łącznym zadłużeniu danego emitenta (wynikającym z obligacji) niewiele mówi o jego sytuacji finansowej, jeśli nie odniesie się jej np. do sumy bilansowej. Warto jednak zauważyć, że jest to cenne źródło informacji np. dla zarządzających funduszami inwestycyjnymi, którzy nabywając obligacje muszą pamiętać o przestrzeganiu limitów zaangażowania w danym emitencie¹³. Spójny rejestr obligacji ma także niebagatelne znaczenie z punktu widzenia nadzoru nad rynkiem, gdyż pozwala Komisji Nadzoru Finansowego na przeprowadzenie „punktowej” kontroli u agenta emisji, który dany papier zarejestrował. Oczywiście pamiętajmy, że żaden, nawet najdokładniejszy rejestr, nie stanowi ostatecznej bariery dla przestępczości finansowej. Jakże zatem wnioski możemy wyciągnąć z analizy danych w rejestrze RZE?

2. Ciekawostki z Rejestru Zobowiązań Emitentów

Po pobraniu ze strony <https://rze.info/>, rozpakowaniu gigantycznego (prawie 150 MB!) pliku XML i przerobieniu go na format Excela przygotowałem kilka statystyk. W tabeli 1 ujęto najważniejsze wartości opisujące polski rynek obligacji. Łączna wartość nominalna wszystkich niezapadłych obligacji, których odsetki są regulowane terminowo, na dzień 30 kwietnia 2020 r. wynosiła 203,5 mld PLN, z czego 53,4% zarejestrowano w KDPW. W ewidencjach firm inwestycyjnych i banków wartościowo dominują obligacje przedsiębiorstw (76,5%). Co ciekawe, najwięcej serii obligacji wyemitowały samorządy¹⁴ (73,8%) - średnia wartość serii wynosi zaledwie 1,3 mln PLN (przedsiębiorstwa średnio 19,2 mln PLN a banki aż 255,4 mln PLN).

¹¹ Należy jednak pamiętać, że o rentowności papieru prócz kuponu decyduje też jego cena. Przykładowo, obligacje mogą być emitowane z niskim kuponem, ale z dużym dyskontem do wartości nominalnej. W ten sposób realny koszt dla emitenta obligacji jest „przesuwany” w kierunku zapadalności.

¹² Innym cennym źródłem informacji o polskim rynku papierów dłużnych są miesięczne raporty „Rating&rynek”, które powstają na bazie informacji przekazywanej agencji Fitch Ratings przez instytucje oferujące obligacje.

¹³ Przykładowo, zgodnie z art. 96 ust. 1 ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (...), fundusz inwestycyjny otwarty nie może lokować więcej niż 5% wartości swoich aktywów w papiery wartościowe wyemitowane przez jeden podmiot.

¹⁴ W dotychczasowej praktyce samorządy dzieliły konieczny do pozyskania dług na kilka serii zapadających kolejno rok po roku. Dodatkowo mogły też emitować po kilka serii w ciągu roku w zależności od bieżącego zapotrzebowania. Obecnie, m.in. z uwagi na koszty agenta emisji, KDPW oraz obsługi płatności odsetek przez agenta płatniczego, praktyka ta ewoluje w kierunku łączenia mniejszych wartościowo serii w większe, ale za to amortyzowane.

Tabela 1. Emitenci obligacji wg. typu podmiotu oraz miejsca rejestracji

Typ emitenta	liczba serii	SUMA w TPLN ¹⁵	%	w tym KDPW	%		w tym ewidencja	%	
					KDPW	sumy		ewid.	sumy
Firmy	6 478	124 837 323	61,3%	52 199 227	48,1%	41,8%	72 638 096	76,5%	58,2%
Banki	210	53 641 778	26,4%	51 608 753	47,5%	96,2%	2 033 025	2,1%	3,8%
JST ¹⁶	17 655	25 089 565	12,3%	4 806 200	4,4%	19,2%	20 283 365	21,4%	80,8%
SUMA	23 923	203 568 667	100,0%	108 614 180	100,0%	53,4%	94 954 486	100,0%	46,6%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Rejestru Zobowiązań Emitentów KDPW (stan na 30.04.2020, obligacje zapadające po 30.04.2020)

Postanowiłem zestawić dane z RZE ze statystykami Fitch oraz NBP. Efektem tego porównania jest tabela 2. Najbardziej zbliżone do siebie są wartości obligacji komunalnych (od 22 do 25 mld PLN)¹⁷. Dane dotyczące Banków z RZE i Fitch są do siebie zbliżone, choć RZE w przypadku przedsiębiorstw podaje wyższe wartości¹⁸. Statystyki NBP powstają na bazie sprawozdań miesięcznych otrzymanych jedynie od panelu banków, dlatego należy je traktować z pewnym dystansem, choć w przekroju czasowym mogą wskazywać na pewne tendencje zmian w portfelach obligacji poszczególnych grup inwestorów¹⁹.

Tabela 2. Porównanie źródeł informacji o rynku obligacji nieskarbowych

ŹRÓDŁO I DATA DANYCH	Rejestr Zobowiązań Emitentów	Fitch Rating&rynek	NBP
KATEGORIA	30.04.2020	31.03.2020	30.04.2020
Obligacje poniżej 365 dni		13 725 700	
Przedsiębiorstwa	124 837 323	60 873 000	85 722 000
Banki z BGK (bez listów zastawnych)	53 641 778	64 508 180	21 580 600
Samorządy	25 089 565	24 557 410	21 919 000
SUMA TPLN	203 568 667	149 938 590	129 221 600

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Rejestru Zobowiązań Emitentów KDPW (stan na 30.04.2020, obligacje zapadające po 30.04.2020); Fitch Rating&rynek 2020-03-31; <https://www.nbp.pl/statystyka/sprawozdawczosc/dealerska/nieskarbowe2020.xlsx>

Biorąc pod uwagę wartość nominalną wyemitowanych obligacji, dwudziestu największych emitentów to ponad połowa (52,4%) całego rynku obligacji nieskarbowych w Polsce (tabela 3). Największymi emitentami są BGK oraz PFR SA, a przewaga ta będzie nadal rostać wraz z kolejnymi emisjami obligacji COVID²⁰. Branżowo w poniższym zdecydowanie dominują insty-

¹⁵ Wartości nominalne obligacji w walutach obcych przeliczono po następujących kursach: 4,5 EUR/PLN, 4,15 USD/PLN i 4,3 CHF/PLN.

¹⁶ Jednostki samorządu terytorialnego.

¹⁷ Fitch w kategorii obligacji komunalnych uwzględnia też obligacje spółek samorządowych (np. MPWIK).

¹⁸ Należy jednak zauważyć, że dane Fitch dotyczą obligacji przedsiębiorstw o zapadalności powyżej 365 dni. Co więcej, raport Rating&rynek zawiera m.in. informacje o wielkości długu uplasowanego przez poszczególnych dilerów. Raporty Fitch są podstawowym źródłem informacji o udziałach dilerów obligacji w lokalnym rynku.

¹⁹ Chodzi np. o instytucje monetarne, fundusze inwestycyjne czy instytucje ubezpieczeniowe.

²⁰ Na dzień 04.06.2020 obligacje PFR SA i BGK miały łączną wartość nominalną ponad 92,3 mld PLN, podnosząc wartość całego rynku obligacji nieskarbowych do 259,4 mld PLN. W kolejnych analizach zasadnym będzie wyłączenie ze statystyk wszystkich serii obligacji objętych gwarancją Skarbu Państwa, ponieważ de facto należy je traktować na równi z obligacjami skarbowymi.

tucje finansowe oraz spółki energetyczne. Większość papierów (69,2%) jest zarejestrowana w KDPW. Ponad 90% obligacji wyemitowały spółki kontrolowane przez Skarb Państwa.

Tabela 3. Emitenci z najwyższą wartością nominalną wyemitowanych obligacji

	Emitent	Liczba serii	Wartość nominalna obligacji w TPLN ⁵		
			ogółem	w tym KDPW	w tym ewidencja
1	Bank Gospodarstwa Krajowego	9	26 570 000	26 570 000	0
2	Polski Fundusz Rozwoju S.A.	1	16 325 000	16 325 000	0
3	PGE Górnictwo I Energetyka Konwencjonalna S.A.	17	10 930 000	0	10 930 000
4	ENEA S.A.	20	7 718 000	2 000 000	5 718 000
5	Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski S.A.	3	6 075 000	6 075 000	0
6	PKP POLSKIE LINIE KOLEJOWE S.A.	4	3 877 145	0	3 877 145
7	Santander Bank Polska S.A.	3	3 790 000	3 790 000	0
8	TAURON Polska Energia S.A.	23	3 492 300	1 605 000	1 887 300
9	PKO Bank Hipoteczny S.A.	11	3 036 000	3 036 000	0
10	Bank Polska Kasa Opieki S.A.	5	2 750 000	2 750 000	0
11	CAN-PACK S.A.	9	2 658 000	0	2 658 000
12	ENEA Wytwarzanie sp. z o.o.	10	2 650 000	0	2 650 000
13	Polska Grupa Górnicza S.A.	15	2 619 197	0	2 619 197
14	ENEA OPERATOR sp. zoo	10	2 486 732	0	2 486 732
15	Powszechny Zakład Ubezpieczeń S.A.	1	2 250 000	2 250 000	0
16	Alior Bank S.A.	11	2 030 200	1 985 200	45 000
17	KGHM Polska Miedź S.A.	2	2 000 000	2 000 000	0
18	Cyfrowy Polsat S.A.	2	2 000 000	2 000 000	0
19	Bank Millennium S.A.	3	1 780 000	1 780 000	0
20	"PEKAO LEASING" SP Z O.O.	13	1 690 000	1 690 000	0
	SUMA	172	106 727 574	73 856 200	32 871 374

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Rejestru Zobowiązań Emitentów KDPW (stan na 30.04.2020, obligacje zapadające po 30.04.2020).

Było „wall of fame”, więc teraz czas na „wall of shame”. Po „drugiej stronie mocy” liderem „listy wstydu” (tabela 4), ukazującej największych emitentów obligacji pod kątem niespełnionych świadczeń²¹, jest Getback S.A. W rejestrze jest aż 307 serii jego obligacji o średniej łącznej wartości nominalnej 7,3 mln PLN²². Łączna wartość niespełnionych świadczeń z obligacji dla 20 największych podmiotów wynosi ponad 3,6 mld PLN, czyli niecałe 2,9% łącznej wartości nominalnej obligacji przedsiębiorstw. Z kolei wartość wszystkich niespełnionych świadczeń z obligacji w całym RZE wynosi prawie 4,8 mld PLN. Do tego zestawienia należałoby też dodać również 80 mln PLN niewykupionych obligacji 5 spółek WI Inwestycje Selektywne, ale według RZE wartość zarówno wykonanych jak i niespełnionych świadczeń z tych obligacji wynosi ... 0 PLN. W RZE niektóre wykupione w całości papiery mają wartość nominalną zero a niektóre nie. Nie można również wykluczyć, że ww. zaległości mogą wynikać nie

²¹ RZE pokazuje trzy kategorie zobowiązań dla każdej serii obligacji – wartość nominalna emisji, wymagane świadczenia (suma płatności, które powinny już być dokonane) oraz niewykonane świadczenia.

²² Stosunkowo nieduża średnia wartość serii wynika z tego, że papiery Getbacku oferowano głównie osobom fizycznym w ramach tzw. „pełzających” ofert niepublicznych (tj. jedną serię kierowano do maks. 149 osób).

tylę z braku faktycznej zapłaty za odsetki czy kapitał co z... błędu emitenta lub agenta płatniczego, który nie zaraportował poprawnie płatności w KDPW²³.

Tabela 4. Emitenci z najwyższą wartością wymaganych i niespełnionych świadczeń z obligacji

	Emitent	Liczba serii	Wartość niespełnionych świadczeń z obligacji w TPLN	Wartość nominalna obligacji w TPLN ⁵		
				Ogółem	w tym KDPW	w tym ewid.
1	GETBACK S.A. w restrukturyzacji	307	2 640 706	2 240 912	545 451	1 695 461
2	Idea Money S.A.	12	242 450	505 270	0	505 270
3	Gant Development S.A.	9	127 307	143 932	114 827	29 105
4	PBG S.A. w restrukturyzacji	11	115 643	1 172 256	338 356	833 900
5	Action S.A w restrukturyzacji	1	101 608	100 000	100 000	0
6	Gwarna Wrocław Sp. z o.o.	4	87 450	20 449	0	20 449
7	PCZ S.A. w upadłości likwidacyjnej	7	73 156	71 690	71 690	0
8	PROGRES INVESTMENT S.A. w upadłości	2	54 871	50 000	30 000	20 000
9	Debt Factory Sp. z o.o.	31	53 576	34 776	0	34 776
10	ZAKŁADY MIĘSNE HENRYK KANIA S.A.	3	52 651	150 900	150 900	0
11	ATLANTIC TRUST S.A.	1	49 152	35 000	0	35 000
12	RECYKLING I ENERGIA S.A.	1	47 330	36 400	0	36 400
13	UPTURN S.A.	1	40 000	40 000	40 000	0
14	TRUST S.A.	3	39 747	35 683	35 683	0
15	RUBIN ENERGY Sp. z o.o.	2	38 707	38 000	0	38 000
16	MILMEX SYSTEMY KOMPUTEROWE Sp. z o.o.	5	34 911	33 205	28 135	5 070
17	LMB CAPITAL S.A.	4	33 863	33 000	0	33 000
18	Polimex-Mostostal S.A.	5	33 302	172 650	0	172 650
19	EZO S.A.	6	32 541	25 500	0	25 500
20	KERDOS GROUP S.A. w restrukturyzacji	6	31 154	35 206	31 154	4 052
	SUMA	421	3 930 126	4 974 829	1 486 196	3 488 633

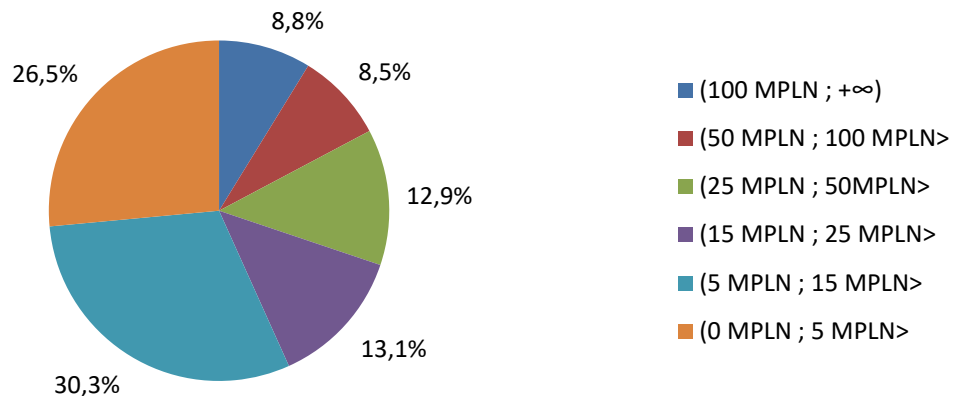
Źródło: Opracowanie własne na podstawie Rejestru Zobowiązań Emitentów KDPW (stan na 04.06.2020).

Na wykresie 1 przedstawiono rozdrobnienie emitentów obligacji. Przykładowo emitenci, którzy wyemitowali obligacje o łącznej wartości nominalnej min. 100 mln PLN, stanowią zaledwie 8,8% wszystkich emitentów. Oznacza to, że większość emitentów (56,7%) stanowią spółki, które wyemitowały nie więcej niż 15 mln PLN obligacji, co świadczy o dużym rozdrobnieniu rynku. Warto podkreślić, że najmniejsi emitenci obligacji (tj. emitujący mniej niż 25 MPLN) znajdują się poza potencjalnym kręgiem zainteresowania inwestorów instytucjonalnych²⁴.

²³ Płatności odsetkowe i spłaty kapitału mogą być dokonywane poza KDPW, jednak trzeba ten fakt zgłosić.

²⁴ Po pierwsze, instytucje finansowe muszą przestrzegać limitów zaangażowania w danym podmiocie (np. max 20% emisji). Po drugie, zbyt mała kwota inwestycji jest nieefektywna z punktu widzenia operacyjnego, m.in. z uwagi na konieczność przeprowadzenia analiz, wyliczeń ratingu, akceptacji komitetów inwestycyjnych itp.

Wykres 1. Emitenci obligacji (razem 2221 podmiotów) wg udziału w łącznej wartości nominalnej wyemitowanych obligacji



Źródło: Opracowanie własne na podstawie Rejestru Zobowiązań Emitentów KDPW (stan na 30.04.2020, obligacje zapadające po 30.04.2020).

3. Obligacje komunalne – ktokolwiek widział, ktokolwiek wie?

Wśród obligacji nieskarbowych na szczególną uwagę zasługują obligacje komunalne. Dla samorządów są one doskonałym substytutem kredytu bankowego, ponieważ emisja obligacji nie wymaga przeprowadzenia sformalizowanego przetargu wedle przepisów Ustawy o finansach publicznych²⁵. Inna przewaga obligacji nad kredytem polega na tym, że każdej serii papierów, różniących się od siebie nie tylko wartością nominalną, ale także zapadalnością, można przypisać różną marżę, obniżając w ten sposób średni łączny koszt finansowania mierzony wewnętrzną stopą zwrotu (IRR)²⁶.

Większość obligacji komunalnych zaraz po emisji trafia na stałe do portfeli kredytowych²⁷ banków²⁸, dla których są atrakcyjnym aktywem pod kątem ryzyka. Po pierwsze, samorzady nie mogą formalnie upaść i reprezentują nieco wyższy poziom ryzyka kredytowego niż obligacje skarbowe - obciążają kapitały banków tylko w 20%²⁹. Po drugie, stosunkowo rzadko się nimi nie handluje. Zmienność cen papierów samorządowych jest znacznie niższa niż obligacji skarbowych.

²⁵ Samorzady organizują konkursy na organizację emisji i nabycie obligacji, ale warunki tych konkursów mogą kształtować w dowolny sposób. Przeważnie JST są tu wspierane przez wyspecjalizowane firmy doradcze.

²⁶ W przypadku amortyzowanego kredytu stworzenie „szarpanej”, rosnącej marży byłoby karkołomne.

²⁷ Zgodnie ze standardem IFRS9 portfelami kredytowymi nazywa się portfele „hold to collect”, w których papiery są zasadniczo trzymane aż do zapadalności; wycena takich portfeli dokonywana jest za pomocą efektywnej stopy procentowej przy stałej wartości nominalnej; zob. <https://www.grantthornton.global/globalassets/1.-member-firms/global/insights/article-pdfs/ifrs/gti-get-ready-ifrs-9-issue-1-classifying-and-measuring-financial-instruments-upd.pdf>.

²⁸ Wg. NBP w portfelach banków na 30 kwietnia 2020 r. znajdowało się niecałe 89% obligacji komunalnych; <https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/dealerska/dealerska.htm>.

²⁹ Chodzi o wartość aktywów ważonych ryzykiem (RWA, *risk weighted assets*), używaną do obliczania współczynnika wypłacalności Banku zgodnie z Rozporządzeniem CRR 575/2013.

Dla inwestorów indywidualnych obligacje komunalne są jak Yeti... bo niby wszyscy o nich słyszeli, ale niewielu mogło je nabyć. Nawet jeśli są notowane na Catalyst, to przy przeważnie znikomym obrocie. Większość transakcji (podobnie jak w przypadku innych obligacji nieskarbowych) odbywa się bowiem na pozagiełdowym rynku OTC. W takiej sytuacji na znaczeniu zupełnie traci najważniejsza cecha obligacji jako papieru wartościowego, czyli zbywalność. Po co więc ten Catalyst? W zasadzie tylko po to, aby banki mogły obniżyć swoje koszty płynności i dzięki temu zaproponować emitentom niższe marże. W praktyce jedyną szansą dla typowego Kowalskiego na zakup długu samorządowego jest oferta TFI. Tyle tylko, że na polskim rynku jest... jeden otwarty subfundusz (Pekao Obligacji Samorządowych), który statutowo inwestuje co najmniej 50% swoich aktywów netto w obligacje municypalne.

Obligacje komunalne są niemal tak bezpieczne jak obligacje skarbowe, ale mają dużo mniejszą zmienność. Niestety, w przeciwieństwie do papierów skarbowych, od lutego 2016 r. banki muszą płacić od obligacji municypalnych "podatek bankowy"³⁰, który de facto (podobnie jak przy kredytach) podnosi marżę odsetkową. W organizowanych przez samorzady konkursach duże banki coraz częściej muszą toczyć nierówną walkę z małymi bankami spółdzielczymi oraz z... Bankiem Gospodarstwa Krajowego, które podatku płacić nie muszą³¹. Co więcej, BGK wykorzystuje również swoją uprzywilejowaną „kosztową” pozycję na rynku kredytowym, gdzie aktywnie oferuje finansowanie przedsiębiorstwom komercyjnym.

4. Lokalny rynek obligacji nieskarbowych w czasach pandemii

Marzec i kwiecień były wyjątkowo trudnymi miesiącami dla rynku obligacji w Polsce. Według Analiz Online aktywa netto polskich funduszy inwestycyjnych (bez funduszy niepublicznych) spadły w tym czasie o prawie 28 mld PLN (-15,5%), z czego aż 22,9 mld PLN to wynik ujemnych sald wpłat i umorzeń. Zarządzający musieli sprzedawać aktywa pod umorzenia jednostek uczestnictwa, spychając ceny papierów poniżej ich wartości nominalnych.

Obecnie popyt inwestorów instytucjonalnych wyraźnie przesunął się w kierunku płynnych obligacji dużych emitentów, najlepiej jeszcze zabezpieczonych. Oczekiwania te dobrze ilustruje ostatnie zgromadzenie obligatariuszy J.W. Construction, gdzie inwestorzy w zamian za zgodę na wydłużenie terminu wykupu obligacji JWC0620 i JWC1120 zażądali dodania zabezpieczenia hipotecznego i znaczącego podniesienia marży. Dużym powodzeniem cieszą się stałokuponowe obligacje "COVID", gwarantowane przez Skarb Państwa i emitowane przez BGK i PFR. Przykładowo, sprzedane w dniu 21 maja 2020 r. 7-letnie obligacje BGK serii FPC0427 miały roczny kupon 1,875%. Rentowność obligacji w dniu sprzedaży wynosiła

³⁰ Jest to efektywnie 0,54% w skali roku. Więcej na temat „podatku bankowego” zob. C. Martysz, B. Bartlewski, Podatek bankowy – koncepcja europejska i studium przypadków wybranych krajów UE, Studia BAS, Nr 1(53)/2018, Nowa architektura europejskiego systemu finansowego, Biuro Analiz Sejmowych, s. 101-133.

³¹ W przeciwieństwie do banków komercyjnych, BGK nie musi również ponosić kosztów wynikających z ustawy z dnia 10 czerwca 2016 r. o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym (...).

1,898%³², tj. 120 punktów bazowych powyżej ówczesnej stawki WIBOR 6M (0,69%). Ostatnia emisja obligacji BGK serii FPC0427³³ z 5 czerwca 2020 r. miała wartość nominalną 3,635 mld PLN i powiększyła wartość nominalną do kwoty 33,585 mld PLN. Co ciekawe, większość obligacji „COVID” tuż po emisji skupował na rynku wtórnym NBP.

Przy niskich stopach procentowych obligacje COVID to atrakcyjny cenowo i bezpieczny papier (szczególnie przy spadających stopach procentowych), więc inne obligacje musiały zyskać na rentowności (stanieć), by zainteresować inwestorów³⁴. Dla porównania, z podobną premią do WIBORu wyemitowano w grudniu 2019 r. niezabezpieczone obligacje LPP1224 (WIBOR6M+110bp). Transakcja z 20.04.2020 na tym papierze po cenie 0,95 dawała już rentowność +230 bp, czyli +120 bp więcej niż w dniu emisji.

Niewątpliwie środowisko niskich (a od 28 maja 2020 r. wręcz zerowych) stóp procentowych w dłuższym terminie zmusi inwestorów do poszukiwania wyższych marż i tym samym będzie sprzyjać rozwojowi obligacji nieskarbowych, zwłaszcza tych 2-3 letnich od emitentów o wysokim ratingu kredytowym. Biorąc pod uwagę rosnące koszty finansowania kredytowego banków (sam koszt podatku bankowego i BFG to niecałe 90 punktów bazowych) można przypuszczać, że przedsiębiorstwa o dobrej sytuacji finansowej będą chętniej emitowały obligacje z myślą o rynku Catalyst, o ile zaakceptują "niedogodności" związane z obowiązkami informacyjnymi.

Bardzo niskie stopy procentowe oznaczają też spore kłopoty dla funduszy dłużnych, które nie będą już mogły generować „darmowych” odsetek z depozytów na pokrycie opłat za zarządzanie. Spadające wyceny jednostek uczestnictwa w długim terminie mogą zniechęcić inwestorów do rynku TFI. Wyjścia z tej sytuacji są dwa – inwestowanie w bardziej rentowne, ale też bardziej ryzykowne papiery lub... obniżenie opłat za zarządzanie, co już się właściwie rozpoczęło³⁵.

5. Podsumowanie

Pokłosiem afery Getback była gruntowna reforma prawa polskiego rynku obligacji nieskarbowych. Jednym z jej skutków była zdecydowana poprawa przejrzystości rynku dzięki obowiązkowej rejestracji obligacji w KDPW oraz stworzeniu publicznie dostępnego Rejestru Zobowiązań Emitentów (<https://rze.info>). Rejestr ten pozwala nie tylko sprawdzić skalę i terminowość obsługi obligacyjnego zadłużenia emitentów, ale jest również pierwszym publicznie

³² Rentowność określono na podstawie wyceny obligacji skarbowych o podobnym terminie zapadalności powiększonych o ok. 70 punktów bazowych marży.

³³ Był to tzw. tap, czyli "doemitowanie" kolejnych sztuk papierów o tych samych warunkach emisji, które będą zapisane w KDPW pod tym samym kodem ISIN jako ta sama seria obligacji. Dzięki temu obligacje mogą mieć potencjalnie wyższą płynność, niż gdyby były zarejestrowane jako dwie osobne serie.

³⁴ Jest to klasyczny efekt wypierania.

³⁵ <https://www.analizy.pl/fundusze/wiadomosci/26916/%E2%80%8Bczy-czeka-nas-fala-obnizek-oplat-w-funduszach-dluznych.html>

dostępnym narzędziem służącym do kompleksowej analizy polskiego rynku obligacji nieskarbowych. Rejestr Zobowiązań Emitentów ujawnił wiele ciekawostek takich jak m.in. duże rozdrobnienie emitentów, niewielkie ale liczne serie obligacji samorządowych, dominację emitentów kontrolowanych przez Skarb Państwa oraz to, że papiery zarejestrowane w KDPW to tylko połowa rynku obligacji.

6. Najważniejsze źródła

- Fitch Rating&rynek, 31-03-2020, <https://www.fitchratings.com/research/pl/international-public-finance/rating-rynek-03-2020-27-05-2020>
- Nieskarbowe dłużne papiery wartościowe, NBP, <https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/dealerska/dealerska.htm>
- Rejestr Zobowiązań Emitentów, <https://rze.info/>
- Ustawa z dnia 9 listopada 2018 r. o zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru nad rynkiem finansowym oraz ochrony inwestorów na tym rynku.