CATALYST
RYNEK OBLIGACJI GPW

PRZEWODNIK
DLA INWESTORÓW

Obligacje na rynku Catalyst

GIEŁDA PAPIERÓW
WARTOŚCIOWYCH
w Warszawie

CATALYST
RYNEK OBLIGACJI GPW

PRZEWODNIK
DLA INWESTORÓW

Obligacje na rynku Catalyst

Wydawca:

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA
ul. Książęca 4, 00-498 Warszawa
tel. (22) 628 32 32, fax (22) 537 77 90

www.gpw.pl
www.gpwcatalyst.pl

Autor: Tomasz Puzyrewicz

Oficjalne wydawnictwo Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA

Copyright by Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA

Warszawa, luty 2011

ISBN 978-83-60510-26-1

Opracowanie graficzne, skład i druk: Wydawnictwo ART
www.artgroup.pl

Spis treści

1. Rynek Catalyst – oferta dla inwestorów 8
   1.1. Organizacja i struktura rynku Catalyst 8
   1.2 Rynek Catalyst a rynek prywatny – przewagi Catalyst z punktu widzenia inwestora 9

2. Dłużne instrumenty finansowe na Catalyst 11
   2.1 Autoryzacja przy Catalyst 11
   2.2 Instrumenty finansowe notowane w alternatywnym systemie obrotu 12
   2.3 Instrumenty finansowe notowane na rynku regulowanym 13

3 Zasady obrotu na Catalyst 15
   3.1 Obrót detaliczny a obrót hurtowy 15
   3.2 Składanie zleceń na Catalyst 16
   3.3 Rola KDPW 17

4. Czym są obligacje? 18
   4.1 Obligacje nieskarbowe a inne papiery wartościowe i kredyt 18
   4.2 Rodzaje obligacji 20
   4.3 Anatomia obligacji – podstawowe pojęcia 25
   4.4 Rekomendowany standard obligacji na Catalyst 28

5. Dokumenty związane z emisją i obecnością obligacji na Catalyst 30
   5.1 Dokument informacyjny 31
   5.2 Prospekt emisyjny 33
   5.3 Raporty bieżące i okresowe emitentów 35

6 Ryzyko inwestowania w obligacje 37

7. Rentowność inwestycji 40

8. Opodatkowanie inwestycji w obligacje 41

9. Informacje z rynku Catalyst 42

Informacje dotyczące rynku Catalyst
można uzyskać na stronie:
www.gpwcatalyst.pl

lub wysyłając maila na adres:
rynek@gpwcatalyst.pl

Szanowni Państwo,

30 września 2009 r. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie oraz spółka z jej grupy kapitałowej BondSpot powołały do życia pierwszy w Polsce zorganizowany rynek instrumentów dłużnych pod nazwą Catalyst. Inwestorom rynek dał możliwość lokowania oszczędności w mniej ryzykowne niż akcje instrumenty dłużne na rynku dobrze uregulowanym i transparentnym, zaś firmom i samorządom otworzył nową drogę finansowania rozwoju, dywersyfikacji źródeł finansowania i zaistnienia na rynku publicznym.

Rynek Catalyst jest kompleksową platformą łączącą w sobie cechy rynku regulowanego i bardziej liberalnego alternatywnego systemu obrotu, skierowaną zarówno do klientów indywidualnych, jak i instytucjonalnych. Podstawowy atut rynku Catalyst dla inwestorów, jakim jest transparentność obrotu, doskonale ilustruje giełdowe hasło „Catalyst – widzisz, co dzieje się z Twoimi pieniędzmi". Podobnie bowiem jak pozostałe segmenty rynku giełdowego (Główny Rynek GPW i rynek NewConnect), Catalyst ma wszystkie cechy, które czynią obrót bezpiecznym i przejrzystym. To rynek dający płynność inwestycji, zapewniający przejrzystość sytuacji emitenta, zorganizowany przez profesjonalnych pośredników i zapewniający bezpieczeństwo rozliczeń transakcji gwarantowane przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych.

Dla inwestorów ważną cechą Catalyst jest także rynkowa wycena instrumentów i możliwość zamknięcia inwestycji na rynku. To oferta dla inwestorów indywidualnych, którzy przed utworzeniem Catalyst mieli bardzo ograniczone możliwości nabywania obligacji nieskarbowych.

Zachęcamy Państwa do zapoznania się z niniejszą broszurą. Dostarczy Państwu informacji o cechach rynku, możliwościach, jakie daje inwestorom i uświadomi ryzyka. Jest lekturą obowiązkową dla tych wszystkich, którzy myślą o wykorzystaniu rynku Catalyst dla zdywersyfikowania swojego portfela inwestycyjnego.

Giełda Papierów Wartościowych
w Warszawie SA

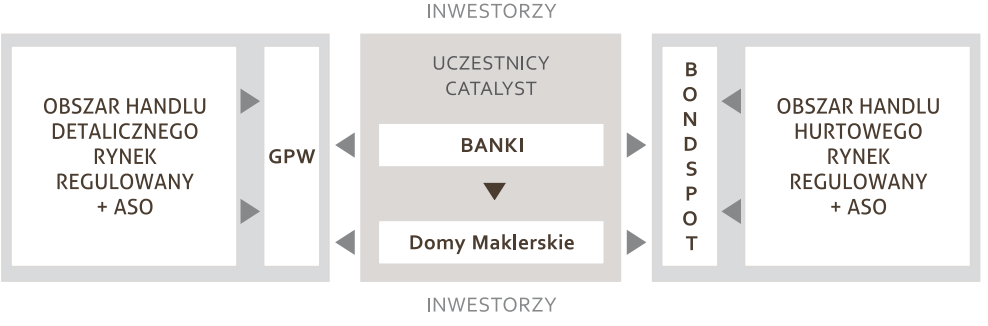
1. Rynek Catalyst – oferta dla inwestorów

1.1. Organizacja i struktura rynku Catalyst

Wraz z uruchomieniem Catalyst (30 września 2009 r.) inwestorzy otrzymali nowe, efektywne narzędzie dywersyfikacji swoich inwestycji. Catalyst jest bowiem dogodnym miejscem dokonywania inwestycji w mniej ryzykowne niż akcje instrumenty na zorganizowanym i transparentnym rynku długu.

Architektura Catalyst jest dopasowana do potrzeb bardzo zróżnicowanych grup emitentów – od małych przedsiębiorstw i jednostek samorządowych aż po duże przedsiębiorstwa i jednostki samorządu terytorialnego, co daje inwestorom szerokie możliwości wyboru instrumentów do swojego portfela inwestycyjnego.

Rysunek 1. Architektura Catalyst



Catalyst jest rynkiem dłużnych instrumentów finansowych prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) i spółkę z jej grupy kapitałowej - BondSpot. Przedmiotem obrotu na Catalyst są następujące dłużne instrumenty finansowe:

- obligacje korporacyjne, których emitentami są przedsiębiorstwa oraz instytucje finansowe,
- obligacje komunalne, których emitentami są jednostki samorządu terytorialnego (np. miasta, gminy),
- obligacje spółdzielcze, których emitentami są banki spółdzielcze,
- obligacje skarbowe, których emitentem jest Skarb Państwa,
- listy zastawne.

W ramach Catalyst funkcjonują subrynki:

- regulowany dla transakcji detalicznych – prowadzony przez GPW,
- regulowany dla transakcji hurtowych – prowadzony przez BondSpot,
- alternatywny system obrotu dla transakcji detalicznych – prowadzony przez GPW,
- alternatywny system obrotu dla transakcji hurtowych – prowadzony przez BondSpot.

Catalyst poszerzył możliwości lokowania środków na rynku zorganizowanym m.in. w obligacje emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego (tj. gminy, powiaty, województwa itd.), banki spółdzielcze oraz przedsiębiorstwa funkcjonujące w formie spółki z ograniczoną odpowiedzialnością. Przyciąga emitentów, dla których oferta i wprowadzenie obligacji na Catalyst jest szansą na szybkie i stosunkowo tanie pozyskanie kapitału na rozwój.

1.2 Rynek Catalyst a rynek prywatny – przewagi Catalyst z punktu widzenia inwestora

Rynek obligacji niepublicznych rozwija się w Polsce od początku lat dziewięćdziesiątych. Jednak do czasu powstania Catalyst, obligacje korporacyjne i komunalne, poza nielicznymi przypadkami, były przedmiotem obrotu poza rynkiem zorganizowanym. Rozwiązanie to, choć powszechne i wygodne dla emitentów, z punktu widzenia inwestorów wiązało się z takimi niedogodnościami, jak :

- niska płynność rynku,
- brak dostępu do informacji o emisjach i transakcjach,
- obrót przeważnie za pośrednictwem banków (brak jednej platformy rozliczeniowej),
- brak standardów informacyjnych dotyczących emitentów,
- duże zróżnicowanie warunków emisji utrudniające porównanie poszczególnych emisji obligacji,
- konstrukcja zabezpieczeń często wykluczająca lub utrudniająca obrót na rynku wtórnym,
- różnorodność wewnętrznych regulacji banków dotyczących prowadzenia depozytu.

Platforma Catalyst oznacza dla inwestorów:

- większą płynność obrotu,
- upublicznianie danych o transakcjach – dla obligacji o odpowiednim poziomie obrotu ceny transakcyjne na Catalyst mogą stanowić wycenę rynkową danej obligacji. Istnienie wyceny rynkowej znacząco zmniejsza ryzyko rynkowe;
- standaryzację warunków emisji umożliwiającą w praktyce porównanie rentowności instrumentów dłużnych,
- możliwość monitoringu ryzyka inwestycyjnego dzięki dostępowi do informacji świadczących o kondycji emitenta;
- jednolity system ewidencji i rozliczania prowadzony przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych, co zapewnia bezpieczeństwo obrotu i niższe koszty ewidencji w przypadku zdywersyfikowanego portfela;
- wysokie wymogi wobec podmiotów będących uczestnikami rynku Catalyst – obrót obligacjami w ramach Catalyst odbywa się za pośrednictwem licencjonowanych domów i biur maklerskich, zobowiązanych do przestrzegania standardów wyznaczonych przez regulacje prawne dotyczące obrotu papierami wartościowymi wyznaczone przez Komisję Nadzoru Finansowego oraz organizatorów rynku (GPW i BondSpot);
- jednolite ramy regulacyjne – obrót dłużnymi instrumentami finansowymi na platformie Catalyst odbywa się zgodnie z jednolitymi regulacjami wprowadzonymi przez organizatorów rynku. Ujednolicone ramy prawne obrotu na Catalyst znacząco obniżają ryzyko prawne i operacyjne;

Platforma Catalyst sprawia, że rynek nieskarbowych instrumentów dłużnych, przed jej uruchomieniem dostępny dla dużych, instytucjonalnych inwestorów, stał się dostępny dla szerszego kręgu inwestorów, w tym inwestorów indywidualnych. Regulacje na tym rynku oraz jego organizatorzy pozwalają skutecznie i znacząco zredukować ryzyko operacyjne i transakcyjne, na jakie byli narażeni inwestorzy inwestujący w papiery dłużne poza rynkiem zorganizowanym.

2. Dłużne instrumenty finansowe na Catalyst

W zależności od rodzaju instrumentu (obligacja korporacyjne lub komunalne), statusu instrumentu (notowany lub autoryzowany) oraz rynku notowań, inne są warunki dopuszczenia/wprowadzenia na Catalyst oraz inny jest zakres informacji publikowanych przez emitenta, służących inwestorowi do oceny ryzyka inwestycji. Inwestor dokonujący wyboru obligacji powinien znać obowiązki emitentów związane z obecnością na Catalyst

2.1 Autoryzacja przy Catalyst

Emitent może zaistnieć na Catalyst już w momencie autoryzacji obligacji przy Catalyst, bez konieczności wprowadzania ich do obrotu. Obligacje autoryzowane przy Catalyst mogą być przedmiotem obrotu poza rynkiem zorganizowanym – transakcje takie są przeprowadzane najczęściej za pośrednictwem instytucji finansowych (domów maklerskich i banków).

Autoryzacja przy Catalyst nie wymaga dopuszczenia emisji do obrotu zorganizowanego, ani nawet jej dematerializacji. Możliwa jest też autoryzacja instrumentów dłużnych wcześniej wyemitowanych i objętych przez inwestorów.

Autoryzacja oznacza dla emitenta poddanie się obowiązkom informacyjnym, a dla nabywcy takich instrumentów nie wiąże się z żadnymi kosztami, czy utrudnieniami. Przeciwnie, nawet w obrocie poza rynkiem zorganizowanym, autoryzacja zwiększa komfort działania inwestorów – zapewnia im wystandaryzowane informacje o emisji i emitencie, informacje okresowe i bieżące. Dla potencjalnego inwestora oznacza więc dostęp do wcześniej trudno dostępnych danych.

Otrzymanie autoryzacji przy Catalyst wiąże się z wypełnieniem przez emitenta następujących obowiązków:

- przygotowanie Raportu o emitencie (tzn. zwięzłego przedstawienia emitenta, danych finansowych za ostatni rok obrotowy, opisu instrumentów finansowych będących przedmiotem autoryzacji)
- zobowiązanie się do przestrzegania „Zasad działania Catalyst",
- przekazywanie informacji bieżących i okresowych, zgodnie z „Zasadami działania Catalyst".

Nabywcy dłużnych instrumentów finansowych, które uzyskały autoryzację przy Catalyst mają do dyspozycji publikowane przez emitenta informacje o wszelkich okolicznościach lub zdarzeniach, które mogą mieć istotny wpływ na jego sytuację gospodarczą, majątkową lub finansową, w szczególności mających wpływ na jego zdolność wywiązywania się ze zobowiązań wynikających z wyemitowanych papierów wartościowych. Autoryzacja związana jest także z obowiązkiem przekazywania raportów okresowych w formie raportów rocznych. Jednostki samorządu terytorialnego obowiązane są do przekazywania rocznych sprawozdań z wykonania budżetu jednostki wraz z opiniami Regionalnej Izby Obrachunkowej.

Zakres informacji przekazywanych przez emitenta w związku z autoryzacją przy Catalyst jest węższy niż w przypadku wprowadzenia obligacji do obrotu zorganizowanego. Przed podjęciem decyzji inwestycyjnej potencjalny inwestor powinien więc rozważyć, czy takie informacje są dla niego wystarczające do oceny ryzyka inwestycji.

Emitenci dłużnych instrumentów finansowych, które uzyskały autoryzację Catalyst realizują obowiązki informacyjne za pośrednictwem Elektronicznej Bazy Informacji (EBI) prowadzonej przez GPW.

2.2 Instrumenty finansowe notowane w alternatywnym systemie obrotu

Platforma Catalyst umożliwia inwestowanie w dłużne instrumenty finansowe notowane na rynku regulowanym oraz w alternatywnym systemie obrotu (ASO). Do obrotu w alternatywnym systemie obrotu są wprowadzone obligacje, które spełniają następujące warunki:

- został dla nich sporządzony dokument informacyjny lub nota informacyjna,
- mają nieograniczoną zbywalność,
- w stosunku do ich emitenta nie toczy się postępowanie upadłościowe lub likwidacyjne,

Zadaniem dokumentu informacyjnego jest dostarczenie inwestorowi narzędzi do podjęcia samodzielnej decyzji inwestycyjnej. Natomiast czym nie jest dokument informacyjny dla inwestora? Nie jest:

- opinią stwierdzającą zdolność kredytową emitenta,
- rekomendacją zakupu danego instrumentu,
- prospektem reklamowym emitenta.

Rola Autoryzowanego Doradcy

Emitent obligacji, którego inne instrumenty finansowe nie są przedmiotem obrotu na rynku regulowanym, powinien zatrudnić podmiot pełniący funkcję Autoryzowanego Doradcy. Współpraca z Autoryzowanym Doradcą jest szczególnie ważna dla emitentów niebędących spółkami publicznymi ze względu na wsparcie merytoryczne oraz profesjonalną obsługę doradczą ze strony firm posiadających autoryzację GPW.

Podstawowym zadaniem Autoryzowanego Doradcy jest przygotowanie oraz nadzór i wsparcie emitenta przy formalnościach związanych z debiutem na Catalyst. W ramach współpracy Autoryzowany Doradca prowadzi analizy sytuacji finansowej i prawnej emitenta, dokonuje weryfikacji danych i wyceny spółki, sporządza dokument informacyjny i zatwierdza go. Ponadto, w trakcie procedury rejestracyjnej i dopuszczeniowej, Autoryzowany Doradca reprezentuje emitenta przed organizatorami Catalyst: Giełdą, BondSpot, a także przed Krajowym Depozytem Papierów Wartościowych. Po wprowadzeniu na Catalyst Autoryzowany Doradca wspiera emitenta merytorycznie, przede wszystkim w zakresie prawidłowego wypełniania obowiązków informacyjnych.

Z przedstawionych obowiązków Autoryzowanego Doradcy wynika, że podmiot ten pełni rolę swego rodzaju przewodnika emitenta na ASO. Jest to szczególnie istotne dla emitentów bez wcześniejszego doświadczenia na rynku kapitałowym, jak również dla inwestorów. Autoryzowany Doradca działa bowiem w interesie inwestorów, zapewniając odpowiednią jakość informacji niezbędnych dla podejmowania racjonalnych decyzji inwestycyjnych.

2.3 Instrumenty finansowe notowane na rynku regulowanym

Na rynku regulowanym inwestor ma do wyboru obligacje emitentów, którym stawiane są większe wymogi niż w alternatywnym systemie obrotu. Zgodnie z regulacjami Catalyst, obligacje mogą być przedmiotem obrotu na rynku regulowanym, jeżeli:

- został sporządzony i zatwierdzony przez KNF prospekt emisyjny,
- zbywalność obligacji jest nieograniczona,
- w stosunku do emitenta nie toczy się postępowanie upadłościowe lub likwidacyjne,
- wartość obligacji wprowadzanych na rynek podstawowy wynosi minimum 1 mln EUR/4 mln zł.

Zgodnie z przepisami prawa[1] do wprowadzenia obligacji do obrotu na rynku regulowanym lub przeprowadzenia oferty publicznej konieczne jest sporządzenie prospektu emisyjnego.

Ofertą publiczną jest proponowanie odpłatnego nabycia papierów wartościowych w dowolnej formie i w dowolny sposób, jeżeli propozycja jest skierowana do co najmniej 100 osób lub do nieoznaczonego adresata.

Z obowiązku sporządzania prospektu emisyjnego zwolnione są jednostki samorządu terytorialnego. Emitenci korporacyjni, planujący wprowadzenie swoich obligacji na rynek regulowany Catalyst, muszą jednak sporządzić prospekt emisyjny i przedstawić go do zatwierdzenia Komisji Nadzoru Finansowego.

1 Art. 19 Ustawy z dnia z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (tekst jedn. Dz.U. z 2005 r., Nr 83 poz. 1538 z późn. zm.) oraz art. 7 Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (tekst. jedn. Dz.U. z 2009 r. Nr 185 poz. 1439 z późn. zm.).

Prospekt emisyjny jest dla inwestora podstawowym źródłem informacji o emitencie i emisji, dlatego powinien zawierać kompletne, prawdziwe i rzetelne informacje. Analiza informacji zawartych w prospekcie powinna przebiegać na dwóch płaszczyznach:

- analiza ryzyk (w tym ryzyka kredytowego),
- analiza obligacji pod kątem ich rentowności i zgodności z celami inwestycyjnymi danego inwestora.

Analiza ryzyk związanych z inwestycją w dane obligacje powinna między innymi uwzględnić zapoznanie się z:

- opisem czynników ryzyka podanym przed emitenta,
- bieżącą i prognozowaną sytuacją emitenta,
- opisem rynku, na którym działa emitent (między innymi otoczenie konkurencyjne, sezonowość, perspektywy rozwoju rynku),
- jakością zarządzania emitenta.

Inwestor powinien zdefiniować swoje cele inwestycyjne: horyzont czasowy inwestycji, akceptowalny poziom ryzyka, oczekiwaną stopę zwrotu. Odpowiedź na pytanie, czy dane obligacje spełniają zakładane cele inwestycyjne można uzyskać po dokonaniu analizy prospektu emisyjnego.

Rola Komisji Nadzoru Finansowego

Jeżeli emitent planuje wprowadzenie obligacji do obrotu na rynku regulowanym lub ofertę publiczną obligacji, prospekt emisyjny musi zostać zatwierdzony przez Komisję Nadzoru Finansowego.

Inwestor musi jednak brać pod uwagę, że zadaniem KNF nie jest stwierdzenie, że dany emitent obligacji posiada zdolność do ich wykupu. Procedura dopuszczeniowa nie zwalnia potencjalnego nabywcy obligacji od analizy ryzyk związanych z tym instrumentem finansowym.

3. Zasady obrotu na Catalyst

3.1 Obrót detaliczny a obrót hurtowy

Obrót detaliczny w ramach Catalyst odbywa się na GPW, natomiast obrót hurtowy – na BondSpot. Zasady obrotu na rynkach prowadzonych przez obie firmy są bardzo do siebie zbliżone. Poniżej przedstawiono różnice – istotne z punktu widzenia inwestora.

	Obrót detaliczny	Obrót hurtowy
Ceny	Wyrażone w procentach wartości nominalnej z dokładnością do 0,01 punktu procentowego dla wszystkich nominałów	Wyrażone w procentach wartości nominalnej z dokładnością do: 0,1 pkt. proc. – dla nominałów mniejszych niż 100 zł, 0,01 pkt. proc. – dla nominałów w przedziale od 100 zł do 10.000 zł (lecz z wyłączeniem 10.000 zł) i 0.0001 pkt. proc. dla nominałów co najmniej 10.000 zł
Ograniczenia wahania kursu	3 punkty procentowe od kursu odniesienia	Brak ograniczeń
Kurs otwarcia	Kurs otwarcia jest ustalany na podstawie zleceń złożonych przed rozpoczęciem sesji	Nie ma ustalanego kursu otwarcia
Jednostka transakcyjna (minimalna wartość instrumentów finansowych w zleceniu)	1 obligacja	Pakiet o wartości 100 tys. zł (liczony wg ceny nominalnej)
System notowań	Notowania ciągłe na rynku kierowanym zleceniami	Notowania ciągłe w systemie hybrydowym, tj. na rynku kierowanym cenami z dopuszczonymi zleceniami klienckimi
Czas notowań	9:00 – 17.30	9:00 – 17.30
Minimalna wartość transakcji pakietowej	100 tys. zł	nie niższa niż minimalna wartość transakcji dopuszczona na tym rynku
Możliwość zawierania transakcji negocjowanych	nie	tak

3.2 Składanie zleceń na Catalyst

Na platformie Catalyst można dokonywać transakcji instrumentami dłużnymi, które są przedmiotem obrotu na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu. Podobnie jak w przypadku rynków akcji, transakcje na Catalyst są zawierane na podstawie zleceń składanych przez inwestorów za pośrednictwem domów lub biur maklerskich. Aby więc dokonać transakcji na Catalyst, inwestor powinien:

1. Otworzyć rachunek w domu maklerskim będącym uczestnikiem Catalyst

   Lista uczestników Catalyst publikowana jest na stronie internetowej www.gpwcatalyst.pl. Przed otwarciem rachunku inwestor powinien sprawdzić, czy wybrany przez niego dom maklerski jest uczestnikiem subrynku Catalyst, na którym zamierza zawierać transakcje.

2. Złożyć zlecenie kupna lub sprzedaży obligacji

   Jak przedstawiliśmy wcześniej, zasady obrotu na poszczególnych rynkach różnią się między sobą. Zlecenie zatem musi być zgodne z regulacjami dotyczącymi odpowiedniego subrynku Catalyst. Analogicznie do zleceń na rynku akcji, zlecenie na Catalyst musi zawierać:
   - rodzaj transakcji (kupno/sprzedaż),
   - nazwę obligacji,
   - ilość obligacji,
   - limit ceny,
   - datę ważności,
   - wskazanie rynku, na którym ma być zawarta transakcja.

Co istotne - inwestor przy niektórych instrumentach ma możliwość wyboru (także pod warunkiem odpowiedniej wartości transakcji) rynku, na jakim kupi, bądź sprzeda określone w zleceniu obligacje. Inwestor może zatem na przykład ustalić, że określone obligacje chce kupić na rynku hurtowym lub detalicznym (taka możliwość odnosi się do obligacji, które notowane są jednocześnie na rynku hurtowym i detalicznym ASO lub rynek regulowany).

Platforma Catalyst dostarcza także informacji o obligacjach, które uzyskały autoryzację, lecz nie znajdują się w obrocie. Aby je nabyć, inwestor powinien zwrócić się bezpośrednio do instytucji (bank lub dom maklerski), która obsługuje obrót tymi obligacjami. Należy jednak pamiętać, że obrót tymi instrumentami jest prowadzony poza Catalyst i systemem ewidencyjnym KDPW.

3.3 Rola KDPW

Ewidencję instrumentów dłużnych będących przedmiotem obrotu na Catalyst prowadzi Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych (KDPW). Jest ona prowadzona na zasadach analogicznych jak na rynku instrumentów udziałowych.

Należy podkreślić, że prowadzenie ewidencji instrumentów dłużnych oznacza:

- bezpieczeństwo zdeponowanych aktywów,
- jednolity system ewidencji dla instrumentów dłużnych i udziałowych,
- niższe koszty ewidencji,
- natychmiastowy dostęp do danych o własnym portfelu za pośrednictwem domu maklerskiego.

Do obowiązków KDPW w zakresie obsługi instrumentów dłużnych notowanych na Catalyst należy między innymi:

- ewidencja emisji instrumentów dłużnych,
- obsługa wypłaty kuponów odsetkowych,
- obsługa wykupu należności głównej.

Powyższe zadania są realizowane we współpracy z domami maklerskimi obsługującymi rachunki inwestycyjne inwestorów.

4. Czym są obligacje?

Zgodnie z definicją Ustawy o obligacjach, obligacja jest papierem wartościowym emitowanym w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji (obligatariusza) i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia.

Z powyższej definicji wynikają dwie ważne dla inwestora kwestie:

- obligacja jest papierem wartościowym, w przeciwieństwie do długu wynikającego z umowy pożyczki,
- obligacja jest dokumentem poświadczającym zobowiązanie emitenta z tytułu zaciągniętego długu.

4.1 Obligacje nieskarbowe a inne papiery wartościowe i kredyt

W odróżnieniu od udziałowych papierów wartościowych (akcji), obligacje:

- nie dają obligatariuszowi prawa do majątku emitenta,
- nie dają wpływu na zarządzanie emitentem,
- nie dają miejsca w organach statutowych emitenta,
- w przypadku upadłości, dają pierwszeństwo realizacji roszczeń przed akcjonariuszami,
- przychody z obligacji są łatwiejsze do prognozowania niż przychody z akcji, zazwyczaj są ustalone w dacie emisji obligacji.

Mimo iż obligacje inkorporują dług emitenta, różnią się od długu wynikającego z umowy kredytu czy pożyczki:

- dług jest inkorporowany w papierze wartościowym, a nie wynika z umowy,
- przeniesienie długu na innego wierzyciela jest prostsze niż w przypadku kredytu czy pożyczki – dług wynikający z obligacji ma większą płynność,
- bank, jako kredytodawca, może dysponować bankowym tytułem egzekucyjnym, który nie przysługuje obligatariuszowi – stąd też pozycja windykacyjna obligatariusza może być słabsza niż banku będącego kredytodawcą,
- dług obligacyjny może być przedmiotem obrotu na rynku zorganizowanym Catalyst.

Z punktu widzenia inwestora istotne jest wyszczególnienie różnic pomiędzy lokatą bankową a inwestycją w obligacje nieskarbowe na Catalyst:

Obligacje nieskarbowe na Catalyst	Lokata bankowa
dług zaciągany przez podmioty gospodarcze lub jednostki samorządu terytorialnego	zobowiązanie banku
wyższe ryzyko kredytowe	bardzo niskie ryzyko kredytowe
potencjalnie wyższa rentowność od inwestycji w lokatę bankową	niższa, z góry znana rentowność
brak gwarancji Bankowego Funduszu Gwarancyjnego	gwarancja Bankowego Funduszy Gwarancyjnego
możliwość szybkiego wyjścia z inwestycji, zależna od płynności danej obligacji	możliwość szybkiego wyjścia z inwestycji – bardzo niskie ryzyko płynności
ryzyko zmiany ceny – w zależności od warunków rynkowych zakończenie inwestycji przed datą wykupu może wiązać się z nieodzyskaniem pełnej kwoty zainwestowanego kapitału	pomijalne lub bardzo niskie ryzyko zmiany ceny
obligatariusze nie są uprzywilejowani wobec kredytodawców emitenta (poza ściśle określonym przypadkami)	uprzywilejowanie wobec innych wierzycieli banku (kredytodawców i obligatariuszy)

Obligacje nieskarbowe różnią się też od innych nieudziałowych papierów wartościowych – weksli:

Obligacje nieskarbowe	Weksle
podstawa prawna – Ustawa o obligacjach	podstawa prawna – prawo wekslowe
ułatwione przeniesienie własności	przeniesienie własności przez indos
mogą być przedmiotem zorganizowanego obrotu	nie mogą być przedmiotem obrotu na Catalyst
	ułatwione dochodzenie roszczeń

Inwestor powinien być też świadom różnic pomiędzy obligacjami skarbowymi a obligacjami nieskarbowymi:

Obligacje nieskarbowe	Obligacje skarbowe
podstawa prawna – Ustawa o obligacjach	podstawa prawna – Ustawa o finansach publicznych
warunki emisji określone w propozycji nabycia	warunki emisji określone w liście emisyjnym
różna płynność, niższa niż obligacji skarbowych	bardzo wysoka płynność
różne, zależne między innymi od emitenta, ryzyko kredytowe	bardzo niskie ryzyko kredytowe
potencjalnie wyższa rentowność od inwestycji w obligacje skarbowe	niższa rentowność od obligacji nieskarbowych

W odróżnieniu do instrumentów udziałowych, obligacje mają następujące cechy:

1. przewidywalność – przepływy pieniężne generowane przez obligacje (odsetki i kapitał), nawet w przypadku obligacji o zmiennym oprocentowaniu, inwestor może przewidywać znacznie dokładniej niż przepływy pieniężne generowane z inwestycji w akcje (dywidenda i cena akcji),

2. uprzywilejowanie w kolejce do kapitału – obligatariusz jest wierzycielem emitenta, natomiast akcjonariusz jego współwłaścicielem, stąd też w przypadku upadłości roszczenia obligatariuszy są zaspokajane przed roszczeniami akcjonariuszy.

4.2 Rodzaje obligacji

Ustawa o obligacjach pozwala na dość swobodne kształtowanie stosunku zobowiązaniowego wynikającego z obligacji. Stąd też praktyka rynkowa wykształciła wiele rodzajów obligacji, które przedstawimy poniżej. Należy jednak podkreślić, że jedynie część z nich może być przedmiotem obrotu w ramach platformy Catalyst.

I. Podział ze względu na emitenta:

1. Obligacje korporacyjne – emitowane przez podmioty gospodarcze posiadające osobowość prawną,

2. Obligacje komunalne - emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego lub związki tych jednostek.

Powyższy podział określa dwie podstawowe grupy obligacji nieskarbowych będących przedmiotem obrotu na Catalyst. Warto zaznaczyć, że obligacje emitowane przez przedsiębiorstwo komunalne będą klasyfikowane jako obligacje korporacyjne.

II. Podział ze względu na długość okresu do wykupu:

1. Obligacje krótkoterminowe – o okresie od daty emisji do daty wykupu nie dłuższym niż jeden rok.

2. Obligacje średnioterminowe – o okresie wykupu od 1 roku do 5 lat

3. Obligacje długoterminowe – o okresie wykupu powyżej 5 lat

Jako że horyzont czasowy inwestycji jest indywidualnym kryterium ustalanym przez każdego inwestora, powyższy podział jest bardzo umowny.

III. Podział ze względu na tryb emisji:

1. Obligacje emitowane w trybie emisji publicznej

2. Obligacje emitowane w trybie emisji niepublicznej (prywatnej).

Emisja prywatna oznacza propozycję nabycia obligacji skierowaną do oznaczonych imiennie adresatów, w liczbie nie większej niż 99. Oznacza to np., że wybór emisji prywatnej wyklucza możliwość jej reklamowania w środkach masowego przekazu. Emisja publiczna umożliwia szeroki zakres działań marketingowych, ale jednocześnie narzuca konieczność przygotowania prospektu emisyjnego (lub memorandum) i przedstawienia go do zatwierdzenia Komisji Nadzoru Finansowego.

Ustawa o ofercie publicznej dopuszcza oferowanie na rynku pierwotnym obligacji w ofercie publicznej bez konieczności przeprowadzenia procedury dopuszczeniowej. Oczywiście ten szczególny tryb odnosi się wyłącznie do oferowania obligacji na rynku pierwotnym. Ustawa dopuszcza zastosowanie takiego trybu oferowania dla obligacji, które:

- oferowane są wyłącznie inwestorom kwalifikowanym,
- kierowane są wyłącznie do inwestorów, z których każdy nabywa papiery wartościowe o wartości, liczonej według ich ceny emisyjnej lub ceny sprzedaży, co najmniej 50.000 euro w dniu ustalenia tej ceny,
- wartość nominalna wynosi nie mniej niż 50.000 euro w dniu ustalenia wartości nominalnej tych papierów wartościowych.

Podsumowując, regulacje prawne przewidują udogodnienie dla emitentów obligacji, którzy zamierzają kierować swoje obligacje do „dużych" inwestorów. Należy jednak odróżniać emisję niepubliczną od emisji publicznej, która, w odróżnieniu od tej kierowanej do „dużych" inwestorów, przeszła pełną procedurą dopuszczeniową.

Zasady obrotu wtórnego na ASO Catalyst są jednakowe dla obligacji, które były oferowane publicznie oraz oferowanych w emisji niepublicznej.

IV. Podział ze względu na rodzaj obrotu:

1. Obligacje znajdujące się w obrocie na rynku zorganizowanym,

2. Obligacje znajdujące się w obrocie poza rynkiem zorganizowanym.

Dla inwestorów na rynku obligacji ten podział jest bardzo istotny. Wprowadzenie obligacji do obrotu na rynku zorganizowanym, jakim jest Catalyst, stanowi bowiem znaczące udogodnienie dla inwestorów – oznacza większą przejrzystość obrotu (łatwy dostęp do danych o cenach i wielkości obrotu) oraz gwarancję prowadzenia obrotu przez koncesjonowanego organizatora rynku.

Obrót na rynku wtórnym poza rynkiem zorganizowanym odbywa się zaś najczęściej poprzez zawieranie umów cywilno-prawnych, co dla stron transakcji może oznaczać dodatkowe ryzyko operacyjne. Jednak główną wadą transakcji poza rynkiem zorganizowanym jest ich nietransparentność – potencjalni nabywcy nie mają informacji o zawartych wcześniej transakcjach, w tym o cenach transakcyjnych, co może znacząco utrudnić podjęcie decyzji inwestycyjnej. Brak transparentności w takim obrocie oznacza także, że ceny transakcyjne nie mogą służyć jako podstawa bieżącej wyceny portfela obligacji.

V. Podział ze względu na rodzaj świadczenia:

1. Obligacje opiewające na świadczenia pieniężne,

2. Obligacje opiewające na świadczenia pieniężne lub/i na świadczenia niepieniężne.

Podstawowym typem obligacji są obligacje, z których świadczenia są płatne w gotówce. Posiadacze takich obligacji otrzymują świadczenia pieniężne z tytułu kolejnych kuponów odsetkowych oraz spłaty kapitału (należności głównej).

Oprócz obligacji opiewających wyłącznie na świadczenia pieniężne, ustawa o obligacjach przewiduje obligacje, które dają inwestorowi inne świadczenia – obok lub zamiast świadczeń pieniężnych. Do takich obligacji należą:

- **obligacje z prawem do udziału w zyskach emitenta** – obligacje takie, zgodnie z zapisami w warunkach emisji, dają prawo do udziału w zyskach emitenta, zgodnie z algorytmem podanym w warunkach emisji. Obligacje takie nie stają się przez to instrumentem udziałowym (jak akcje), nie dają też uprawnień podobnych do tych, jakie dane są akcjonariuszom spółki. Analiza ryzyka kredytowego dla tych obligacji powinna być odmienna od analizy „zwykłych" obligacji, jako że przychody z tych obligacji są bardziej związane z bieżącą sytuacją emitenta niż w przypadku „zwykłych" obligacji.

- **obligacje z prawem pierwszeństwa** – obligacje takie dają obligatariuszowi prawo do pierwszeństwa w subskrypcji akcji emitenta przed jej akcjonariuszami. Obligacje takie należy traktować jako obligacje z wbudowaną opcją. W zależności od między innymi wyceny akcji spółki[2], opcja może mieć wartość dodatnią („in-the-money") lub mieć zerową wartość („out-of-money").

- **obligacje zamienne** – dają obligatariuszowi prawo objęcia akcji emitenta w zamian za te obligacje. Oznacza to, że w określonym w warunkach emisji momencie, niekoniecznie w dacie wykupu, obligatariusz może postanowić, czy chce z tytułu wykupu obligacji dostać gotówkę, czy akcje emitenta.
  Warunki emisji nie mogą tego prawa do wyboru ograniczyć – emitent nie może narzucić obligatariuszowi np. konieczności objęcia akcji zamiast przyjęcia spłaty obligacji w gotówce.
  Obligację zamienną – podobnie jak obligację z prawem pierwszeństwa do akcji – należy traktować jako obligację z wbudowaną opcją. Opcja ta może zwiększać wartość obligacji.

2 Wycena wbudowanej w obligację opcji na akcję zależy od wielu czynników – ich analiza wykracza poza zakres tego opracowania. Zainteresowanych czytelników odsyłamy do specjalistycznej literatury.

Inwestycja w obligacje zamienne powinna być rozważana zawsze jako alternatywa inwestycji w akcje danej spółki – jeżeli akcje te są dostępne na rynku zorganizowanym.

Jeżeli obrót akcjami i obligacjami zamiennymi jest płynny, co oznacza, że wycena tych instrumentów jest dokonywana przez rynek, wówczas inwestor stoi przed alternatywą:

- inwestycja w akcje, co oznacza możliwość osiągnięcia potencjalnie nieograniczonego zysku, jak również poniesienia straty,

- inwestycja w obligacje zamienne, co przynosi przychody z odsetek oraz potencjalny przychód z konwersji. Pomijając ryzyko niewypłacalności emitenta, potencjalna strata ograniczona jest do wysokości nominału obligacji.

Oznacza to, że inwestycja w obligacje zamienne ogranicza ryzyko inwestycyjne (spadku wartości inwestycji) za cenę ograniczenia potencjalnych zysków ze wzrostu cen akcji emitenta obligacji zamiennych.

Szersza analiza inwestycji w obligacje zamienne wykracza poza ramy niniejszego opracowania, należy jednak podkreślić, że inwestowanie w obligacje zamienne wiąże się z ryzykiem charakterystycznym dla rynku instrumentów udziałowych.

Ustawa o obligacjach dopuszcza też obligacje, które będą wykupione w formie świadczenia rzeczowego. Obligacje mogą też posiadać inne wbudowane opcje – w tym w szczególności opcję wcześniejszego wykupu przysługującą emitentowi lub nabywcy

VI. Podział ze względu na konstrukcję oprocentowania:

1. Obligacje o stałym oprocentowaniu,

2. Obligacje o zmiennym oprocentowaniu,

3. Obligacje zerokuponowe (dyskontowe).

Kupon odsetkowy **obligacji o stałym oprocentowaniu** jest dla każdego okresu odsetkowego równy, obliczany z użyciem stałej stopy procentowej. Kupując takie obligacje inwestor jest w stanie wyliczyć wszystkie przychody z takiego instrumentu – poszczególne płatności odsetkowe i wykup kapitału. Oprocentowanie nominalne nie ulega zmianie w zależności od warunków makroekonomicznych, stopy inflacji, kursów walut i tym podobnych czynników. Stopa zwrotu z takiej inwestycji zależy od wielkości oprocentowania oraz ceny nabycia takiej obligacji. Przy pozostałych warunkach bez zmiany, im wyższa cena nabycia, tym niższa stopa zwrotu. Obligacje takie są narażone na ryzyko stopy procentowej.

Dla obligacji **o zmiennym oprocentowaniu** kupon w poszczególnych okresach odsetkowych jest wyliczany na podstawie stopy procentowej wyliczanej zgodnie z podaną w warunkach emisji formułą. Dla obligacji denominowanych w złotych zgodnie z rekomendowanym standardem obligacji[3] zaleca się następującą konstrukcję oprocentowania:

- oprocentowanie w danym okresie odsetkowym stanowi sumę stopy bazowej i marży,
- stopę bazową stanowi stawka WIBOR (3M, 6M lub 12M) o okresie odpowiadającym okresowi odsetkowemu.

Oznacza to, że oprocentowanie obligacji może być różne w każdym z okresów odsetkowych. Oprocentowanie na kolejny okres odsetkowy ustalane jest bezpośrednio przed jego rozpoczęciem – tak wyliczona stawka stanowi podstawę do wyliczenia kuponu odsetkowego płatnego na końcu tego okresu odsetkowego.

Zakładając, że do wykupu obligacji pozostaje więcej niż jeden okres odsetkowy, inwestor nie jest w stanie dokładnie obliczyć wysokości przychodów odsetkowych z obligacji o zmiennym oprocentowaniu. Analizując zakup takiej obligacji inwestor musi przeanalizować także prognozę kształtowania się stawki bazowej (WIBOR) w okresie do wykupu obligacji.

Obligacje zerokuponowe nie posiadają kuponów odsetkowych – w dacie wykupu inwestor otrzymuje kwotę równą wartości nominalnej obligacji.
Stopa zwrotu z takiej obligacji jest zależna od ceny jej nabycia, wynikającej z dyskonta, z jakim inwestor nabył taką obligację. Obligacje zerokuponowe sprzedawane są na rynku pierwotnym po cenie niższej od wartości nominalnej. Począwszy od daty emisji cena obligacji wyznaczana przez płynny rynek będzie niższa od wartości nominalnej. Stopa dyskonta będzie zatem miarą stopy zwrotu z obligacji.

VII. Podział ze względu na formę obligacji:

1. Obligacje posiadające formę dokumentu,
2. Obligacje nieposiadające formy dokumentu.

Ustawa o obligacjach dopuszcza, aby obligacje niedopuszczone do publicznego obrotu nie posiadały formy dokumentu. Do prowadzenia ewidencji obligacji nieposiadających formy dokumentu uprawnione są między innymi KDPW, banki i firmy inwestycyjne. Co niezmiernie ważne dla bezpieczeństwa obrotu, w przypadku obligacji nieposiadających formy dokumentu, prawa z nich powstają z chwilą dokonania zapisu w ewidencji i przysługują osobie w niej wskazanej jako posiadacz tych obligacji[4].

Wszystkie obligacje będące przedmiotem obrotu na Catalyst muszą być wprowadzone do ewidencji KDPW.

3 Wprowadzony Uchwałą nr 414/2009 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 8 września 2009 r. w sprawie określenia rekomendowanego standardu obligacji samorządowych i obligacji korporacyjnych na Catalyst, zwany dalej „rekomendowanym standardem obligacji na Catalyst".

4 Szerzej o ewidencji obligacji nieposiadających formy dokumentu w art. 5a Ustawy o obligacjach.

VIII. Podział ze względu na określenie obligatariusza:

1. Obligacje imienne, dla których obligatariusz jest określony w treści obligacji

2. Obligacje na okaziciela.

Obligacje wprowadzane do obrotu na Catalyst muszą być zdematerializowane.

Szczególnym rodzajem obligacji są **obligacje przychodowe**, opisane w art. 23a-23c Ustawy o obligacjach. Obligacje przychodowe mogą być emitowane przez następujące podmioty[5]:

- jednostki samorządu terytorialnego, związki tych jednostek lub m. st. Warszawa,
- spółki akcyjne lub z ograniczoną odpowiedzialnością, w których jednostki samorządowe (lub ich związki) posiadają więcej niż 50% głosów, o ile jedynym przedmiotem działalności takiej spółki jest zaspokajanie potrzeb społeczności lokalnej lub zadania z zakresu użyteczności publicznej,
- spółki akcyjne lub z ograniczoną odpowiedzialnością wykonujące zadania z zakresu użyteczności publicznej na mocy umowy z jednostką samorządu terytorialnego,
- spółki akcyjne wykonujące zadania z zakresu użyteczności publicznej lub związane z transportem na mocy udzielonej koncesji,
- koncesjonariusze autostrad płatnych.

Istotą obligacji przychodowych jest wydzielenie z majątku emitenta określonej części, z której przychody będą źródłem spłaty zobowiązań wynikających z emisji. Obligatariusz ma pierwszeństwo dochodzenia swoich roszczeń przed innymi wierzycielami emitenta z przychodów generowanych z wydzielonej części majątku finansowanej obligacjami przychodowymi. Ryzyko kredytowe, na jakie narażeni są posiadacze obligacji przychodowych jest zatem silniej związane z powodzeniem inwestycji finansowanej z tych obligacji niż w przypadku obligacji zwykłych.

4.3 Anatomia obligacji – podstawowe pojęcia

Ustawa o obligacjach dopuszcza dużą swobodę w konstrukcji obligacji. Poniżej zdefiniujemy podstawowe pojęcia i terminy opisujące każdą obligację:

Cena emisyjna – cena, po jakiej obligacje są sprzedawane inwestorom na rynku pierwotnym. Cena emisyjna może być wyższa od wartości nominalnej obligacji – mówimy wtedy, że obligacje są sprzedawane z premią, lub niższa od ceny nominalnej – mówimy wtedy, że obligacje są sprzedawane z dyskontem.

5 Szczegółowy katalog podmiotów określony jest w art. 23a ust. 2 Ustawy o obligacjach.

Wartość nominalna – warunki emisji określają, wyrażoną w pieniądzu, wartość, po jakiej dana obligacja zostanie wykupiona przez emitenta w przypadku jej wykupu w gotówce. Wartość nominalna stanowi też podstawę wyliczania płatności odsetkowej (dla obligacji oprocentowanych). Cena emisyjna, ani bieżąca cena rynkowa obligacji, nie muszą być równe jej wartości nominalnej.

Kupon (kupon odsetkowy) – kwota płatności z tytułu odsetek, przypadająca na koniec okresu odsetkowego. Kupon jest wyliczany zgodnie z warunkami emisji w oparciu o oprocentowanie obligacji w danym okresie odsetkowym.

Okres odsetkowy – liczba dni lub różnica dwóch dat, za który naliczane są odsetki. Okres odsetkowy rozpoczyna się w dacie emisji i kończy po upływie trzech, sześciu lub dwunastu miesięcy w ostatnim dniu danego okresu odsetkowego, oraz każdy kolejny okres zaczynający się w dzień po zakończeniu poprzedniego okresu i kończący odpowiednio po upływie trzech, sześciu lub dwunastu miesięcy.

Cena czysta – cena transakcyjna obligacji, niezawierająca naliczonych do dnia transakcji skumulowanych odsetek.

Cena brudna – cena transakcyjna obligacji, zawierająca naliczone do dnia transakcji skumulowane odsetki.

Oprocentowanie nominalne –- stopa procentowa, na podstawie której wyliczany jest kupon od obligacji. Konstrukcja oprocentowania nominalnego jest określona w warunkach emisji jako sposób jego wyliczania dla obligacji o zmiennej stopie procentowej. Dla obligacji o stałej stopie procentowej podane jest jako stała wartość. Wartość oprocentowania nominalnego obligacji w bieżącym okresie odsetkowym jest podawana na stronie internetowej Catalyst.

Stopa bazowa – stopa służąca do wyznaczania oprocentowania obligacji o zmiennym oprocentowaniu. Stopa bazowa dla obligacji o zmiennym oprocentowaniu podawana jest w warunkach emisji obligacji. Wysokość stopy bazowej (z dnia ustalania stopy bazowej) stanowi pierwszy składnik oprocentowania obligacji w danym okresie odsetkowym.

Marża – w przypadku obligacji o zmiennym oprocentowaniu liczba (wyrażona najczęściej w pkt. proc.), którą dodaje się do stopy bazowej w celu obliczenia oprocentowania obligacji w danym okresie odsetkowym. Oprocentowanie obligacji o zmiennym oprocentowaniu stanowi zatem sumę stopy bazowej i marży. Wysokość marży - najczęściej niezmienna dla wszystkich okresów odsetkowych – podana jest w warunkach emisji obligacji.

Dzień ustalenia stopy bazowej – dla obligacji o zmiennym oprocentowaniu ustalony w warunkach emisji dzień, w którym będzie ustalona stopa bazowa brana do wyliczenia oprocentowania w kolejnym okresie odsetkowym. Zgodnie ze standardem obligacji na Catalyst, dzień ten powinien przypadać na trzy dni robocze przed pierwszym dniem okresu odsetkowego, w którym ma obowiązywać stopa procentowa danego kuponu odsetkowego. Warunki emisji obligacji mogą inaczej definiować dzień ustalania stopy bazowej – informacja o tym znajduje się w dokumencie informacyjnym.

Data ustalenia praw do odsetek – osoby zapisane w tej dacie jako obligatariusze otrzymają odsetki za dany okres odsetkowy.

Data wypłaty odsetek – oznacza datę, w której nastąpi wypłata odsetek za dany okres odsetkowy.

Data wykupu – data, w której należność główna z tytułu wykupu kapitału jest wymagalna i płatna.

Poszczególne daty wypłaty odsetek, daty ustalenia praw do odsetek oraz data wykupu określone są w dokumencie informacyjnym.

Wbudowane opcje – warunki emisji mogą określać dodatkowe zobowiązania o charakterze opcyjnym przysługujące emitentowi lub nabywcy obligacji. Podstawowe typy takich opcji to:

- opcja wcześniejszego wykupu obligacji przez emitenta (opcja CALL) – przysługujące emitentowi prawo bezwarunkowego odkupu obligacji od obligatariuszy przed pierwotną datą wykupu, w celu ich umorzenia. Oznacza to, że jeżeli jest to ustalone w warunkach emisji, emitent może zażądać od obligatariuszy odsprzedaży obligacji. Wbudowanie takiej opcji w obligację może powodować zmniejszenie jej wyceny rynkowej, zwiększa też ryzyko inwestycji;

- opcja wcześniejszego wykupu obligacji na żądanie obligatariuszy (opcja PUT) – przysługujące obligatariuszowi prawo zażądania wcześniejszego, przed pierwotną datą wykupu, dokonania wykupu obligacji przez emitenta. Obligatariusz może w takim przypadku zażądać, aby w określonym dniu, ustalonym w warunkach emisji, emitent odkupił od niego obligacje po cenie ustalonej w postanowieniach dotyczących opcji, niezależnie od aktualnej wyceny rynkowej, płynności na rynku i sytuacji finansowej emitenta.

Opcja PUT przysługująca obligatariuszowi zwiększa atrakcyjność obligacji – zmniejsza ryzyko płynności oraz ryzyko kredytowe w warunkach niskiej płynności rynku. Należy jednak wziąć pod uwagę, że opcja taka może zwiększyć ryzyko kredytowe związane z daną obligacją – stąd też inwestor analizując zdolność kredytową emitenta powinien rozważyć, czy wykorzystanie takiej opcji w odniesieniu do znaczącego dla emitenta pakietu obligacji nie spowoduje problemów z płynnością emitenta.

Warunki opcji CALL i PUT mogą być kształtowane w różny sposób – prawo do skorzystania z opcji może przysługiwać w całym okresie do wykupu, może być też np. ograniczone do dni wypłaty odsetek.

Informacja o wbudowanych opcjach i szczegółach ich konstrukcji znajduje się w dokumencie informacyjnym. Przed podjęciem decyzji inwestycyjnej inwestor powinien przeanalizować wpływ wbudowanych opcji na wycenę obligacji oraz na ryzyko inwestycyjne.

4.4 Rekomendowany standard obligacji na Catalyst

Rekomendowany standard obligacji samorządowych i korporacyjnych na Catalyst został określony w Uchwale Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA. Zgodnie z powyższą regulacją, rekomendowana konstrukcja obligacji samorządowej (zwanej też komunalną) i korporacyjnej jest następująca:

1. Oznaczenie: trzyliterowy kod emitenta oraz miesiąc i rok wykupu (np. oznaczenie RYB1117 oznacza serię obligacji miasta Rybnik z terminem wykupu w listopadzie 2017 r.);

2. Wartość nominalna jednej obligacji równa 100 lub 1000 zł;

3. Konstrukcja oprocentowania:

   - oprocentowanie stałe

   lub:

   - oprocentowanie zmienne, równe sumie wysokości stopy bazowej i marży. W takim wypadku oprocentowanie ustalane jest na najbliższy okres odsetkowy i jest stałe w tym okresie;

4. Stopa bazowa: stawka WIBOR 3M, WIBOR 6M lub WIBOR 1R, o okresie odpowiadającym okresowi odsetkowemu, publikowana na stronie WIBOR serwisu Reuters, ustalona z dokładnością do 0,01 punktu procentowego. Dane o tych stawkach, wliczając dane archiwalne, publikowane są w wielu powszechnie dostępnych serwisach internetowych;

5. Stopa bazowa dla danego okresu odsetkowego ustalana jest w dniu przypadającym na trzy dni robocze przed pierwszym dniem okresu odsetkowego, dla którego obliczane jest oprocentowanie;

6. Sposób wyliczania kuponu odsetkowego: wg formuły Actual/365 lub Actual/Actual;

7. Data emisji: ustalona w dowolnym dniu pomiędzy 1 a 28 dniem miesiąca, włącznie;

8. Data ustalenia oprocentowania: oprocentowanie jest ustalane na 3 dni robocze przed rozpoczęciem danego okresu odsetkowego;

9. Okresy odsetkowe mają długość 3, 6 lub 12 miesięcy i rozpoczynają się odpowiednio:

   ❖ pierwszy okres odsetkowy w dacie emisji obligacji,

   ❖ każdy kolejny okres odsetkowy rozpoczyna się w dzień po zakończeniu poprzedniego okresu odsetkowego;

10. Data ustalenia praw do świadczeń z obligacji ustalona jest na 6 dni roboczych przed zakończeniem danego okresu odsetkowego;

11. Data wypłaty odsetek przypada na ostatni dzień danego okresu odsetkowego, w dacie wykupu dla wypłaty odsetek za ostatni okres odsetkowy. Jeżeli data wypłaty odsetek jest dniem wolnym od pracy, to wypłata nastąpi w najbliższym dniu roboczym przypadającym po tym dniu;

12. Data wykupu przypada w ostatnim dniu ostatniego okresu odsetkowego.

Przeanalizujmy wyliczenie kuponu odsetkowego na przykładzie obligacji miasta Zamość serii ZAM1211.

Z danych zamieszczonych na stronie internetowej Catalyst wynika, że data wykupu obligacji przypada na 16 grudnia 2011 r.

Z warunków emisji zawartych w dokumencie informacyjnym wynika, że:

- wartość nominalna 1 obligacji wynosi 1000 zł,
- długość okresu odsetkowego wynosi pół roku,
- oprocentowanie oparte jest na stawce WIBOR 6M,
- marża dodawana do stopy bazowej wynosi 2 punkty procentowe,
- kupon jest ustalany wg formuły ACTUAL/365,
- data emisji obligacji przypadła na 16 grudnia 2009 r.

W I okresie odsetkowym:

- data rozpoczęcia okresu odsetkowego przypada w dniu emisji – 16 grudnia 2009 r.,
- data zakończenia I okresu odsetkowego przypada w dniu 15 czerwca 2010 r.,
- data ustalenia stopy bazowej dla I okresu odsetkowego przypadła na 14 grudnia 2009 r., WIBOR 6M w tym dniu wynosił 4,33%
- oprocentowanie w I okresie odsetkowym wynosi WIBOR 6M + 2 pkt. proc. i równa się 6,33%;
- długość I okresu odsetkowego wynosi 182 dni (od 16 grudnia 2009 r. do 15 czerwca 2010 r.);
- wysokość kuponu odsetkowego dla I okresu odsetkowego obliczamy ze wzoru:

Kupon odsetkowy = 1000 zł x 6,33% x 182/365 = 31,56 zł

Warunki emisji obligacji będących przedmiotem obrotu na Catalyst mogą inaczej określać terminy płatności oraz sposoby obliczania oprocentowania. Potencjalny nabywca obligacji powinien każdorazowo zapoznać się z tymi parametrami obligacji – dane te można znaleźć w dokumentach ofertowych obligacji.

5. Dokumenty związane z emisją i obecnością obligacji na Catalyst

Podstawowymi dokumentami ofertowymi określającym zobowiązania wynikające z emisji obligacji są propozycja nabycia wraz z warunkami emisji. Dokumenty te muszą być sporządzone dla każdej serii obligacji, niezależnie od tego, czy obligacje są oferowane w ofercie prywatnej, czy publicznej oraz czy będzie notowana na rynku zorganizowanym. Przeanalizujmy zatem obowiązkowe elementy, jakie powinna zawierać propozycja nabycia obligacji:

1. podstawa prawna emisji - określenie podstawy prawnej w zakresie powszechnie obowiązujących regulacji oraz wewnętrznych decyzji emitenta (np. uchwał odpowiedniego organu emitenta w sprawie emisji obligacji),

2. opis świadczeń emitenta wynikających z emisji obligacji – propozycja nabycia powinna określać sposób wypłaty odsetek, sposób ustalania podmiotów uprawnionych do otrzymania odsetek za dany okres odsetkowy, algorytm ustalania stopy bazowej i wyliczania wysokości kuponu odsetkowego,

3. cele emisji (jeżeli są określone) – cele emisji są ważnym elementem pozwalającym potencjalnemu nabywcy w rozeznaniu się w możliwościach spłaty odsetek i kapitału. W pewnym stopniu cele emisji odpowiadają *equity story* przy emisji akcji – należy jednak pamiętać, że ustawa o obligacjach nakłada kary za wykorzystanie środków pozyskanych z emisji na cele inne niż określone w propozycji nabycia. Zasadą jest niezmienność celów emisji w całym okresie do daty wykupu obligacji,

4. wartość nominalna i emisyjna obligacji – obligacje mogą być emitowane po cenie emisyjnej różnej – wyższej lub niższej od wartości nominalnej. Cena emisyjna jest zatem istotnym parametrem pozwalającym określić rentowność obligacji. Jeżeli cena emisyjna jest wyższa od wartości nominalnej, obligacje emitowane są z premią, jeżeli niższa – emitowane są z dyskontem,

5. warunki wykupu – określają sposób wykupu obligacji. Jakkolwiek najczęstszą metodą wykupu obligacji jest jednorazowy wykup wszystkich obligacji danej serii w jednej dacie, to możliwe jest między innymi:
   - określenie prawa emitenta lub nabywcy do żądania przedterminowego wykupu (opcja CALL i PUT,
   - określenie zdarzeń, których zajście skutkuje prawem obligatariuszy do żądania natychmiastowego przedterminowego wykupu. Zdarzenia takie określane są jako przypadki naruszenia (*events of default*). Może to być np. ogłoszenie upadłości emitenta, przekroczenie określonego poziomu zadłużenia, przekroczenie zdefiniowanego poziomu określonych wskaźników finansowych,
   - określenie harmonogramu stopniowego umarzania, w różnych datach, obligacji danej serii, w przypadku emisji obligacji zamiennych na akcje

6. wysokość i forma ewentualnego zabezpieczenia – propozycja nabycia powinna wskazywać dla obligacji zabezpieczonych przedmiot zabezpieczenia, określenie formy prawnej zabezpieczenia. Propozycja nabycia określa również sposób wyceny zabezpieczenia rzeczowego i relację tej wyceny do wartości nominalnej wyemitowanych obligacji,

7. wartość zaciągniętych zobowiązań na ostatni dzień kwartału poprzedzającego emisję obligacji oraz perspektywę kształtowania się zobowiązań do czasu wykupu obligacji – potencjalny inwestor powinien traktować te dane jako uzupełnienie informacji zawartych w dokumencie informacyjnym,

8. dane umożliwiające potencjalnym nabywcom obligacji orientację w efektach przedsięwzięcia, które ma być sfinansowane z emisji obligacji, oraz zdolności emitenta do wywiązania się ze zobowiązań wynikających z emisji obligacji – wyłącznie, jeżeli cel emisji jest określony,

9. zasady przeliczania wartości świadczenia niepieniężnego na świadczenie pieniężne.

Inwestor rozważający zakup obligacji na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu ma do dyspozycji dokumenty informacyjne emitentów. Dokumenty te są zamieszczone na stronie internetowej Catalyst www.gpwcatalyst.pl w zakładce: *Dokumenty emitentów.*

Podstawowymi źródłami informacji o obligacjach korporacyjnych notowanych na Catalyst oraz ich emitentach są także raporty okresowe i bieżące przekazywane przez emitentów w ramach systemów EBI lub ESPI,

5.1 Dokument informacyjny

Zgodnie z regulacjami Catalyst, dla instrumentów dłużnych przeznaczonych do obrotu w Alternatywnym Systemie Obrotu emitent powinien sporządzić Dokument informacyjny. Z obowiązku tego zwolnieni są emitenci, których inne instrumenty są przedmiotem obrotu na krajowym rynku regulowanym lub alternatywnym systemie obrotu organizowanym przez GPW lub BondSpot

Z uwagi na specyfikę emitentów, wymogi dotyczące dokumentów informacyjnych sporządzanych przez spółki i jednostki samorządu terytorialnego wyglądają inaczej.

W przypadki emitentów będących spółkami dane o emitencie i emisji obejmują m.in.:

1. wskazanie doradców emitenta,

2. opis czynników ryzyka,

3. osoby odpowiedzialne za sporządzenie Dokumentu Informacyjnego – w tej części potencjalny inwestor znajdzie wszystkie podmioty odpowiedzialne za sporządzenie dokumentu, ze wskazaniem przygotowanych przez nich części oraz oświadczeniami stwierdzającymi, że zgodnie z ich najlepszą wiedzą informacje zawarte w dokumencie informacyjnym są prawdziwe, rzetelne i zgodne ze stanem

faktycznym. Dodatkowo, o ile emitent korzysta ze współpracy Autoryzowanego Doradcy oświadcza on, że dokument informacyjny został sporządzony zgodnie z wymogami organizatora rynku.

4. dane o instrumencie finansowym – opis instrumentu finansowego zawiera informacje takie, jak propozycja nabycia oraz dodatkowo m.in.:
   - dane o przyznanym emitentowi lub instrumentowi finansowemu ratingu,
   - informacje o zasadach opodatkowania dochodów związanych z posiadaniem i obrotem danymi instrumentami finansowymi,
   - w przypadku obligacji przychodowych – dodatkowo dane dotyczące charakterystyki przedsięwzięcia, z którego przychody mają umożliwić realizację zobowiązań emitenta wobec obligatariuszy,
   - w przypadku listów zastawnych podaje się także opis wierzytelności stanowiących podstawę emisji listów zastawnych,

5. dane o emitencie,

6. sprawozdania finansowe,

7. informacje dodatkowe – informacja o ratingach przyznanych emitentowi lub emitowanym instrumentom finansowym,

8. załączniki (m.in. odpis z właściwego rejestru, statut, uchwały organów emitenta stanowiące podstawę emisji papierów dłużnych, warunki emisji instrumentów dłużnych).

Dokument informacyjny emitenta komunalnego (jednostki samorządu terytorialnego lub związki tych jednostek) wygląda odmiennie od dokumentu emitenta korporacyjnego z uwagi na specyfikę informacji dostarczanych przez emitentów komunalnych. Dokument taki zawiera:

1. nazwę jednostki samorządu terytorialnego wraz z danymi jednostki.

2. dane o powierzchni emitenta oraz podstawowe dane demograficzne.

3. dane o aktywności gospodarczej danej jednostki samorządu terytorialnego

4. wydatki ogółem na realizację poszczególnych zadań, realizowanych przez emitenta

5. dochody budżetu jednostki samorządowej – analiza tych wielkości pomoże określić jakość zarządzania danej jednostki samorządowej oraz jej odporność na zmiany koniunktury gospodarczej. Potencjalny inwestor powinien skupić się na:
   - porównaniu planowanych dochodów do dochodów z poprzedniego roku,
   - relacji dochodów własnych do subwencji i dotacji,
   - udziału dochodów majątkowych w dochodach ogółem.

Należy zwrócić uwagę, czy nie ma nagłych zmian dochodów majątkowych – które często mogą zafałszować trend wzrostu dochodów.

Inwestor powinien także wziąć pod uwagę, że powiaty oraz miasta mają inną strukturę dochodów – w porównaniu z gminami wiejskimi i miejskimi powiaty mają znacząco wyższy udział subwencji i dotacji.

6. informacja o zaciągniętych przez emitenta zobowiązaniach. Głównymi miarami poziomu zadłużenia są:
   - relacja długu ogółem do dochodów ogółem,
   - relacja obsługi długu (łącznie z poręczeniami i gwarancjami) do dochodu ogółem.

7. sprawozdanie z wykonania budżetu za ostatni rok obrotowy wraz z opinią regionalnej izby obrachunkowej – sprawozdanie z wykonania budżetu zawiera wiele informacji ważnych dla potencjalnego nabywcy obligacji komunalnych. Dane zawarte w sprawozdaniu mogą pomóc inwestorowi ocenić jakość zarządzania jednostką samorządu terytorialnego, w czym pomocne będzie porównanie planowanych i rzeczywiście osiągniętych wydatków na poszczególne przedsięwzięcia inwestycyjne. Informacje zawarte w tym sprawozdaniu pozwolą także ocenić efektywność emitenta w pozyskiwaniu finansowania na zasadach preferencyjnych (np. z Narodowego Funduszu Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej) oraz w pozyskiwaniu środków unijnych. Ważną częścią tego sprawozdania jest też informacja o zobowiązaniach emitenta, która stanowi istotne uzupełnienie danych zawartych w części dokumentu informacyjnego dotyczącej zaciągniętych przez emitenta zobowiązań.

Rolą Dokumentu informacyjnego nie jest stwierdzenie zdolności kredytowej emitenta. Jego rolą jest dostarczenie informacji niezbędnych dla dokonania takiej oceny przez potencjalnego nabywcę obligacji.

Nota informacyjna

Emitenci instrumentów dłużnych, których inne instrumenty (np. akcje lub obligacje) są już w obrocie na rynku regulowanym lub alternatywnym systemie obrotu organizowanym przez GPW lub BondSpot, na potrzeby nowej emisji prywatnej obligacji przeznaczonej do obroty w ramach ASO na Catalyst, zamiast dokumentu informacyjnego mogą opublikować **notę informacyjną**. W porównaniu z opisanym wcześniej dokumentem informacyjnym, nota informacyjna zawiera mniej informacji, które koncentrują się na opisie samych instrumentów finansowych. Nie oznacza to większego ryzyka dla inwestorów, którzy powinni jednak przeanalizować opublikowane wcześniej dokumenty ofertowe danego emitenta (prospekty emisyjne, dokumenty informacyjne) oraz raporty okresowe i bieżące.

5.2 Prospekt emisyjny

Dla papierów kierowanych do obrotu na rynku regulowanym musi być sporządzony prospekt emisyjny (poza ściśle określonymi wyjątkami, dotyczącymi między innymi obligacji emitowanych przez jednostki samorządu terytorialnego). Zawartość prospektu emisyjnego jest ujednolicona na terenie Unii Europejskiej. Regulacje różnicują wymogi, jakie winien spełniać prospekt emisyjny dla instrumentów dłużnych o jednostkowej wartości nominalnej powyżej i poniżej 50.000 euro. Dla instrumentów dłużnych o jednostkowej wartości poniżej 50.000 euro prospekt emisyjny zawiera:

1. listę osób odpowiedzialnych za informacje zawarte w prospekcie, wraz z odpowiednimi oświadczeniami,

2. informację o podmiotach przeprowadzających audyt ksiąg emitenta,

3. wybrane dane finansowe emitenta,

4. opis czynników ryzyka,

5. informacje o emitencie,

6. zarys działalności emitenta,

7. informacje o strukturze organizacyjnej emitenta,

8. informacje o tendencjach – prospekt powinien zawierać oświadczenie, że od czasu opublikowania ostatniego sprawozdania finansowego w perspektywach działalności emitenta nie zaszły żadne niekorzystne zmiany. Powinna się tu także znaleźć informacja o wszystkich zdarzeniach mogących mieć znaczący wpływ na sytuację ekonomiczną emitenta,

9. prognozy wyników lub wyniki szacunkowe – podawane są w przypadku podjęcia przez emitenta decyzji o upublicznieniu prognoz finansowych; emitent winien też przedstawić założenia do prognoz finansowych,

10. organy emitenta,

11. informacje i oświadczenia dotyczące stosowania praktyk ładu korporacyjnego,

12. znaczący akcjonariusze, wraz z informacją o wszystkich umowach i przyrzeczeniach, które w przyszłości mogą spowodować zmiany w sprawowaniu kontroli nad emitentem,

13. dane finansowe emitenta
    - zbadane przez biegłego rewidenta sprawozdanie finansowe za ostatnie dwa lata (w przypadku krótszego okresu działalności emitenta – od początku jego działalności), obejmujące bilans, rachunek zysków i strat, rachunek przepływów pieniężnych oraz opis zasad rachunkowości z notami objaśniającymi,
    - ewentualne sprawozdania skonsolidowane,
    - oświadczenie o zbadaniu zamieszczonych historycznych sprawozdań finansowych przez biegłego rewidenta; winna być również zamieszczona informacja o ewentualnym braku audytu sprawozdania finansowego finansowych,
    - śródroczne sprawozdania finansowe,
    - informacja o wszystkich postępowaniach sądowych i arbitrażowych,
    - opis znaczących zmian w sytuacji finansowej emitenta,

14. informacje dodatkowe:
    - dane o kapitale akcyjnym,
    - statut lub umowa spółki – emitenta,

15. informacja o istotnych umowach zawartych przez emitenta,

16. oświadczenia ekspertów i osób trzecich, jeżeli jakiekolwiek informacje zawarte w prospekcie pochodzą od takich osób,

17. informacja o udostępnionych przez emitenta dokumentach .

Prospekt emisyjny jest zatwierdzany przez Komisję Nadzoru Finansowego.

Inwestor powinien traktować prospekt jako źródło informacji o emitencie, a nie jako stwierdzenie zdolności kredytowej emitenta. Procedura zatwierdzenia prospektu przez KNF nie stanowi weryfikacji emitenta pod względem jego zdolności do wywiązywania się ze zobowiązań wynikających z emisji obligacji.

5.3 Raporty bieżące i okresowe emitentów

Podczas obecności instrumentu dłużnego na Catalyst inwestorzy mają dostęp do raportów bieżących i okresowych publikowanych obowiązkowo przez jego emitenta. Zakres informacji jest zróżnicowany w zależności od tego, czy dany instrument dłużny uzyskał autoryzację przy Catalyst, jest przedmiotem obrotu na ASO, czy też na rynku regulowanym.

Instrumenty autoryzowane przy Catalyst

Emitent dłużnych instrumentów finansowych autoryzowanych przy Catalyst zobowiązany jest do przekazywania w formie raportów następujących informacji:

- dane o wszelkich zdarzeniach mogących mieć wpływ na sytuację gospodarczą, majątkową lub finansową emitenta (np. podpisanie znaczących umów, sprzedaż aktywów o znacznej wartości),
- spółki – roczne sprawozdanie finansowe wraz z opinią biegłego rewidenta (jednostkowe i skonsolidowane)
- jednostki samorządu terytorialnego - roczne sprawozdania z wykonania budżetu wraz z opiniami regionalnej izby rozrachunkowej

Instrumenty dłużne notowane w alternatywnym systemie obrotu[6]

Emitent instrumentów dłużnych notowanych w ASO zobowiązany jest do przekazywania w formie raportów między innymi następujących informacji:

6 Obowiązki informacyjne emitentów, których instrumenty dłużne znajdują się w alternatywnym systemie obrotu na Catalyst są określone w Załączniku nr 4 do Regulaminu Alternatywnego Systemu Obrotu.

- dane o wszelkich zdarzeniach mogących mieć wpływ na sytuację gospodarczą, majątkową lub finansową emitenta (np. podpisanie znaczących umów, sprzedaż aktywów o znacznej wartości),
- zdarzeń dotyczących emisji obligacji (między innymi niedojście emisji do skutku, nadanie ratingu),
- jednostkowych oraz skonsolidowanych raportów rocznych,
- jednostkowych oraz skonsolidowanych raportów półrocznych (obowiązek nie dotyczy jednostek samorządu terytorialnego).

Emitenci dłużnych instrumentów finansowych, którzy wypełniają obowiązki informacyjne z tytułu notowania akcji na Głównym Rynku GPW lub na rynku NewConnect nie mają dodatkowych obowiązków informacyjnych związanych z wprowadzeniem obligacji na Catalyst.

Instrumenty dłużne notowane na rynku regulowanym[7]

Emitent instrumentów dłużnych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym zobowiązany jest do przekazywania w formie raportów następujących informacji:

- raportów bieżących o wszelkich zdarzeniach mogących mieć wpływ na cenę instrumentu finansowego na zasadach określonych w szczegółowych przepisach,
- jednostkowych oraz skonsolidowanych raportów rocznych,
- jednostkowych oraz skonsolidowanych raportów półrocznych (obowiązek nie dotyczy jednostek samorządu terytorialnego),
- raportów kwartalnch (obowiązek nie dotyczy emitentów obligacji notowanych na rynku równoległym).

Obowiązki informacyjne emitentów obligacji notowanych na Catalyst stanowią o przewadze tego rynku nad pozagiełdowym (over-the-counter) rynkiem papierów dłużnych. Dzięki łatwemu dostępowi do raportów bieżących i okresowych za pośrednictwem strony internetowej Catalyst, inwestor ma dostęp do danych dotyczących sytuacji finansowej i istotnych zdarzeń biznesowych dotyczących emitentów obligacji. Pozwala to na:

- analizę przed zakupem obligacji na rynku wtórnym – inwestor ma dostęp nie tylko do Dokumentu informacyjnego obligacji, ale do informacji o emitencie opublikowanych po emisji obligacji,
- monitoring ryzyka kredytowego po zakupie obligacji.

7 Szczegółowe obowiązki informacyjne dla emitentów, których instrumenty zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym określa Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim (Dz.U. z 2009 r., nr 33, poz. 259 z późn. zm.) oraz Regulamin Giełdy, par. 28 i 28 a - d.

6. Ryzyko inwestowania w obligacje

Inwestowanie w instrumenty dłużne, jakimi są obligacje nieskarbowe, obarczone jest ryzykami tylko po części zbieżnymi z ryzykami związanymi z inwestowaniem w akcje.

Poniżej omówimy poszczególne ryzyka i metody ich ograniczania. Należy podkreślić, że nie jest możliwe całkowite wyeliminowanie ryzyka. Inwestowanie w instrumenty finansowe bowiem zawsze wiąże się z ryzykiem rozumianym jako prawdopodobieństwo nieosiągnięcia zamierzonych celów inwestycji.

Z inwestowaniem w obligacje nieskarbowe związane są następujące ryzyka:

Ryzyko stopy procentowej

Ryzyko stopy procentowej wynika z istnienia zależności pomiędzy rynkowym poziomem stóp procentowych a bieżącą ceną rynkową instrumentu dłużnego.

Przykład
Kupon od obligacji korporacyjnych wynosi 8% (oprocentowanie stałe), jej rynkowa wycena wynosi 100 (równa jest nominałowi), natomiast rynkowa stopa procentowa instrumentów skarbowych równa jest 4%. Możemy zatem stwierdzić, że rynkowa premia za ryzyko związane z inwestowaniem w daną obligację korporacyjną wynosi 4 proc.
Przyjmijmy, że w pewnym momencie rynkowa stopa procentowa instrumentów skarbowych wzrosła do 10%, przy pozostałych warunkach bez zmiany. Obligacje korporacyjne będą zatem oprocentowane niżej niż obligacje skarbowe – zatem ich wycena rynkowa spadnie poniżej nominału, tak aby realne oprocentowanie dalej przewyższało oprocentowanie obligacji skarbowych. Można się spodziewać, że w takiej sytuacji inwestor będzie zmuszony sprzedawać obligacje skarbowe ze znacznym dyskontem. Ile będzie wynosiła ich rynkowa cena? Zależy to od wielu czynników, niemniej jednak cena obligacji spadnie w przypadku wzrostu rynkowych stóp procentowych. I odwrotnie – jeżeli rynkowa stopa spadnie poniżej 4%, można oczekiwać, że na efektywnym rynku cena tych obligacji wzrośnie powyżej 100.

To, w jakim stopniu obligacja jest narażona na ryzyko stopy procentowej, zależy od jej konstrukcji. Główne czynniki mające wpływ na zmiany ceny obligacji to:

- długość okresu do wykupu – obligacje o dłuższym okresie do wykupu są bardziej narażone na ryzyko stopy procentowej,
- długość okresów odsetkowych – im dłuższe okresy odsetkowe, tym większe ryzyko stopy procentowej,
- konstrukcja oprocentowania – obligacje o oprocentowaniu indeksowanym stopą rynkową (np. stawką WIBOR) są mniej narażone na ryzyko stopy procentowej,
- rodzaj stopy bazowej (dla obligacji o zmiennym oprocentowaniu) – wybór płynnej stopy bazowej zmniejsza ryzyko stopy procentowej.

Podstawową miarą ryzyka stopy procentowej jest średni czas trwania (ang. duration), będący miarą zależności pomiędzy rynkową stopą procentową a ceną obligacji.

Ryzyko reinwestycji

Ryzyko reinwestycji jest bezpośrednio związane z określonym przez inwestora horyzontem czasowym jego inwestycji.

Przykład
Inwestor zakłada 5-letni horyzont czasowy inwestycji. Do wyboru ma 5-letnie obligacje nieskarbowe o stałym oprocentowaniu wynoszącym 8% lub 3-letnie obligacje nieskarbowe o stałym oprocentowaniu 10%. Pozornie bardziej atrakcyjna wydaje się inwestycja w obligacje 3-letnie (krótszy termin do wykupu, wyższe oprocentowanie). Jednak te papiery nie spełniają założonego na wstępie horyzontu inwestycyjnego. Wybór inwestycji powinien zależeć od oceny perspektyw kształtowania się stóp procentowych w całym, 5-letnim okresie inwestowania. Jeżeli inwestor spodziewa się, że w tym okresie stopy procentowe będą spadały, powinien rozważyć zakup obligacji 5-letnich o oprocentowaniu 8%. Przy założeniu spadku stóp procentowych, w przypadku zakupu obligacji 3-letniej o oprocentowaniu 10%, po 3 latach inwestor będzie musiał zainwestować w instrument o znacznie niższym oprocentowaniu – a zatem jego stopa zwrotu z obu inwestycji będzie niższa niż 8%, którą zapewnia obligacja 5-letnia.
Jeżeli inwestor przewiduje wzrost stóp procentowych, powinien inwestować w krótszy niż 5-letni instrument, w tym przypadku w obligacje 3-letnią o oprocentowaniu 10%. Po wykupie tej obligacji na rynku, po wzroście stóp procentowanych, inwestor będzie w stanie reinwestować środki w obligacje o odpowiednio wysokim oprocentowaniu. Stopa zwrotu z obligacji 3-letniej i późniejszej reinwestycji będzie wyższa niż stopa zwrotu z obligacji 5-letniej o oprocentowaniu 5%.
Podsumowując, ryzyko reinwestycji związane jest z nieosiągnięciem zakładanej stopy zwrotu w przypadku konieczności reinwestycji środków w określonym horyzoncie czasowym inwestowania.
Co istotne, ryzyko reinwestycji powiązane jest z ryzykiem stopy procentowej. Oba te ryzyka znoszą się wzajemnie – im wyższe ryzyko reinwestycji, tym niższe ryzyko stopy procentowej. Istnieją strategie uodpornienia portfela obligacji na poziom stóp procentowych (ang. *immunization*). Polegają one na zbudowaniu portfela obligacji, który osiągnie zamierzoną stopę zwrotu, bez względu na wahania rynkowych stóp procentowych.

Ryzyko kredytowe

Ryzyko kredytowe oznacza prawdopodobieństwo niewywiązania się emitenta ze zobowiązań wynikających z emisji obligacji. Ryzyka kredytowego nie należy utożsamiać z ryzykiem bankructwa emitenta – należy rozumieć je szerzej – jako ryzyko wszelkich opóźnień w płatności odsetek i spłaty kapitału.

Należy podkreślić, że nie istnieją obligacje nieskarbowe wolne od tego ryzyka. Inwestor podejmując decyzję inwestycyjną powinien w pierwszej kolejności określić akceptowalny przez siebie poziom ryzyka kredytowego.

Przy określaniu ryzyka kredytowego inwestor powinien przeanalizować dwa wskaźniki:

- *recovery ratio* – wskazuje, ile środków odzyska inwestor w przypadku braku spłaty obligacji przez emitenta. Poziom tego wskaźnika zależy od wysokości zabezpieczeń obligacji (np. hipoteka, zastaw rejestrowy, gwarancja Skarbu Państwa), ich bieżącej i prognozowanej wyceny,

- *default ratio* – wskazujący, jakie jest szacunkowe prawdopodobieństwo zdarzenia skutkującego brakiem spłaty zobowiązań z obligacji. Wartość tego wskaźnika zależy od bieżącej i prognozowanej sytuacji ekonomiczno-finansowej emitenta.

Ryzyko przedterminowego wykupu

Ryzyko przedterminowego wykupu oznacza prawdopodobieństwo ogłoszenia przedterminowego wykupu obligacji przez emitenta. Ryzyko to odnosi się do obligacji z wbudowaną klauzulą opcyjną dającą emitentowi prawo wcześniejszego wykupu obligacji bez zgody obligatariusza.

Opis takiej klauzuli powinien być zawarty w Dokumencie informacyjnym i Warunkach emisji obligacji.. Wbudowanie tego typu opcji zwiększa też ryzyko reinwestycji.

Na płynnym rynku tego rodzaju opcje będą zmniejszać wycenę rynkową obligacji. Oznacza to, że obligacja z wbudowaną opcją wcześniejszego wykupu przez emitenta może dać inwestorowi wyższą stopę zwrotu. Jeżeli inwestor zakłada krótki horyzont inwestycyjny i ryzyko reinwestycji szacuje na niskim poziomie, tego typu obligacje mogą być dla niego atrakcyjne.

Przed podjęciem każdej decyzji inwestycyjnej inwestor powinien przeprowadzić analizę Dokumentu informacyjnego, aby stwierdzić, czy oferowane obligacje nie posiadają wbudowanych tego rodzaju opcji.

Ryzyko inflacji

Ryzyko inflacji oznacza prawdopodobieństwo zdarzenia, że zmiana poziomu inflacji nie pozwoli na osiągnięcie zakładanej stopy zwrotu w danym horyzoncie czasowym.

Przykład
Inwestor planujący 5-letni horyzont czasowy ma do wyboru 3 obligacje – wszystkie denominowane w złotych:
- obligacje A: 5-letnie o stałym oprocentowaniu 8%,
- obligacje B: 5-letnie o oprocentowaniu zmiennym równym WIBOR 1R + 3% (bieżący kupon 7,25%),
- obligacje C: 5-letnie o oprocentowaniu zmiennym równym LIBOR 1R + 6% (bieżący kupon 7,24%).

Aktualny poziom inflacji wynosi 3% w skali roku.

Jeżeli inwestor zakłada, że w horyzoncie 5-letnim inflacja nie wzrośnie – przy takich samych pozostałych warunkach emisji powinien wybrać obligację A o stałym oprocentowaniu, która w okresie trwania inwestycji osiągnie najwyższą realną stopę zwrotu.
Jeżeli inwestor prognozuje wzrost stopy inflacji, powinien rozważyć inwestowanie w obligacje B – można przewidywać, że stawka bazowa tej obligacji wzrośnie wraz ze wzrostem stopy inflacji.
Obligacja C ma również oprocentowanie indeksowane stawką rynkową, jednak stawka LIBOR jest niewrażliwa na inflację.
Podsumowując – inwestycja w obligacje o stałym oprocentowaniu jest racjonalna w przypadku oczekiwania przez inwestora stabilizacji lub spadku stopy inflacji. Jeżeli inwestor spodziewa się wzrostu inflacji, powinien rozważać zakup obligacji o oprocentowaniu zmiennym, opartym na stawce bazowej reagującej na zmianę stopy inflacji.

Ryzyko walutowe

Ryzyko walutowe związane jest z inwestowaniem w instrumenty finansowe w walutach obcych. Jest miarą prawdopodobieństwa nieosiągnięcia przez inwestora zakładanej stopy zwrotu w wyniku niekorzystnej zmiany kursu waluty, w którym denominowany jest dany instrument finansowy.

Należy podkreślić, że inwestowanie w instrumenty finansowe denominowane w walutach obcych jest przedsięwzięciem niezmiernie złożonym. Ograniczanie ryzyka walutowego może być przeprowadzone przy pomocy odpowiednich instrumentów pochodnych rynku walutowego.

Ryzyko płynności

Ryzyko płynności odnosi się do możliwości sprzedaży posiadanych instrumentów finansowych po aktualnej cenie. Jeżeli rynek jest mało płynny oznacza to, że sprzedaż obligacji po cenie rynkowej będzie trudna lub wręcz niemożliwa. Na mało płynnym rynku ceny transakcyjne nie będą zatem stanowiły wiarygodnej wyceny instrumentów finansowych.

Ryzyko „ryzyka"[8]

Ryzyko „ryzyka" oznacza, że inwestor może w swojej analizie ryzyk, poprzedzającej decyzję inwestycyjną, pominąć istotne ryzyko związane z danym instrumentem finansowym. Może to oznaczać na przykład, że inwestor błędnie zinterpretował zapisy dotyczące klauzul opcyjnych opisane w dokumencie emisyjnym lub zapisy dotyczące zabezpieczeń.

Aby ograniczyć to ryzyko należy skonsultować własne wnioski z licencjonowanymi doradcami inwestycyjnymi i prawnymi lub powierzyć zarządzanie aktywami wyspecjalizowanym podmiotom.

7. Rentowność inwestycji

Na przychody inwestora w okresie trwania inwestycji w daną obligację składają się:

- odsetki lub otrzymane przy zakupie dyskonto,
- zysk kapitałowy realizowany przy sprzedaży obligacji na rynku wtórnym lub jej wykupie w przypadku gdy cena sprzedaży lub cena wykupu jest wyższa od ceny nabycia.
- przychód z reinwestowania odsetek.

Istnieje wiele miar rentowności inwestycji w obligacje. Oto najpopularniejsze:

- bieżąca stopa zwrotu (*current yield)*,
- stopa zwrotu w terminie do wykupu (*yield to maturity – YTM*),
- marża efektywna.

8 Definicja ryzyka „ryzyka" za: Frank Fabozzi, Rynki obligacji. Analizy i strategie, Wydawnictwo Finansowe WIG-PRESS, Warszawa 2000, s. 10.

Bieżąca stopa zwrotu jest wyliczana wg wzoru:

Bieżąca stopa zwrotu = (suma rocznych kwot płatności kuponowych) / (cena nabycia obligacji)

Bieżąca stopa zwrotu jest jedynie miarą bieżącej rentowności obligacji i nie uwzględnia wartości pieniądza w czasie, ani ewentualnych zysków kapitałowych z obligacji. Stąd też nie powinna być stosowana do oceny rentowności inwestycji w obligacje w całym okresie trwania inwestycji.

Lepszą miarą rentowności jest stopa zwrotu w terminie do wykupu, która stanowi średnią stopę zwrotu uzyskaną z inwestycji w obligację kupioną obecnie i trzymaną do wykupu przy założeniu, że kupony będą reinwestowane po stopie YTM. Obecna wartość zdyskontowanych po tej stopie wszystkich przyszłych przepływów pieniężnych z obligacji (płatności kuponowe i wykup) jest równa cenie nabycia. Stopa zwrotu w terminie do wykupu jest zatem odpowiednikiem wewnętrznej stopy zwrotu.

Stopę zwrotu w terminie do wykupu można wykorzystać do analizy rentowności obligacji, dla których znamy wszystkie przepływy finansowe w okresie do wykupu – jest tak najczęściej w przypadku obligacji o stałym oprocentowaniu. Narzędzie to jednak staje się bezużyteczne przy obligacjach o zmiennym oprocentowaniu.

W odniesieniu do obligacji indeksowanych inwestor może zastosować marżę efektywną. Oznacza ona średni poziom marży odsetkowej (ponad stawkę bazową), jaką otrzyma inwestor w okresie do wykupu obligacji.

8. Opodatkowanie inwestycji w obligacje

Dochody inwestorów na rynku Catalyst opodatkowane są zgodnie z powszechnie obowiązującymi w Polsce przepisami podatkowymi.

W przypadku inwestorów indywidualnych, jeżeli szczegółowe przepisy nie wskazują inaczej, opodatkowaniu podlegają przychody transakcyjne oraz odsetkowe uzyskane z instrumentów dłużnych. Dochody odsetkowe podlegają opodatkowaniu podatkiem zryczałtowanym w wysokości 19%, z zastrzeżeniem odpowiednich zwolnień. Dla krajowych osób fizycznych płatnikiem podatku zryczałtowanego od dochodów odsetkowych z obligacji notowanych na Catalyst będzie w większości przypadków podmiot prowadzący ich rachunek maklerski. Podobnie jak w przypadku np. lokat bankowych, inwestor indywidualny otrzyma na swój rachunek kwotę odsetek netto – pomniejszoną już o pobrany podatek zryczałtowany.

Poza dochodami odsetkowymi inwestor indywidualny może uzyskać także dochody z odpłatnego zbycia instrumentów finansowych. Dochód taki pojawi się np. w sytuacji, kiedy inwestor sprzeda na rynku wtórnym obligacje po cenie przewyższającej cenę ich nabycia. Tak uzyskany dochód będzie podlegał opodatkowaniu na zasadach określonych w ustawie o podatku dochodowym od osób fizycznych. Dochody transakcyjne uzyskane dzięki transakcjom przeprowadzonym na Catalyst podlegają zatem opodatkowaniu analogicznemu jak dochody transakcyjne uzyskane na rynku akcji GPW. Dochodów

z odpłatnego zbycia instrumentów finansowych nie łączy się z innymi dochodami opodatkowanymi na zasadach ogólnych, np. z dochodami ze stosunku pracy.

W odniesieniu do krajowych osób fizycznych dom maklerski prowadzący rachunek inwestycyjny jest zobowiązany przesłać do końca lutego inwestorowi oraz właściwemu urzędowi skarbowemu informację o wysokości przychodu uzyskanego w poprzednim roku w transakcjach instrumentami finansowymi. Podatek od dochodów z dłużnych instrumentów finansowych jest pobierany z dochodów inwestora bez uwzględnienia kosztów uzyskania przychodu.

9. Informacje z rynku Catalyst

Inwestorzy mogą obserwować notowania z rynku Catalyst opóźnione o 15 minut za pośrednictwem strony internetowej www.gpwcatalyst.pl. Portal zawiera ponadto informacje dotyczące rynku, w tym m.in. informacje o autoryzowanych i notowanych instrumentach, dane rynkowe, informacje, komunikaty i uchwały GPW i BondSpot dotyczące Catalyst, materiały edukacyjne dla inwestorów, informacje dla potencjalnych emitentów, dokumenty i raporty emitentów, regulacje dotyczące rynku Catalyst.

Dostęp do informacji z Catalyst w czasie rzeczywistym jest możliwy za pośrednictwem autoryzowanych dystrybutorów serwisów giełdowych (ich listę inwestorzy znajdą na stronie www.gpwcatalyst.pl). Abonenci dystrybutorów mają łatwy dostęp do notowań giełdowych, ponieważ dane te odbierają za pośrednictwem tych samych aplikacji, które wykorzystują do obserwacji notowań na Głównym Rynku GPW i NewConnect.

Oprócz dostępu do danych za pośrednictwem dystrybutorów, Giełda oferuje wszystkim inwestorom odpłatną usługę bezpośredniego dostarczania danych z Catalyst. Każdy zainteresowany otrzymuje indywidualne hasło do serwisu internetowego, umożliwiające dostęp do danych na temat wszystkich instrumentów notowanych na Catalyst w czasie rzeczywistym.

Dane historyczne

Szerszemu dostępowi do danych historycznych z rynku Catalyst służy sekcja „Dane rynkowe" na stronie internetowej www.gpwcatalyst.pl zawierająca dzienne, miesięczne, kwartalne, półroczne oraz roczne podsumowania obrotu.

Raporty emitentów

Emitenci instrumentów dłużnych obecnych na Catalyst przekazują raporty bieżące i okresowe poprzez system EBI lub ESPI. Podobnie jak w przypadku notowań, można się z nimi zapoznać za pośrednictwem strony internetowej www.gpwcatalyst.pl lub www.gpwinfostrefa.pl.

Niniejsza publikacja ma wyłącznie charakter edukacyjny. Autor i wydawca dołożyli wszelkich starań dla zapewnienia poprawności informacji zawartych w niniejszej publikacji i nie ponoszą odpowiedzialności za jakiekolwiek ewentualne szkody powstałe w wyniku wykorzystania zawartych w niej informacji. Podstawowym źródłem aktualnych informacji o rynku Catalyst są wyłącznie regulacje prawne zamieszczone na stronie www.gpwcatalyst.pl.

CATALYST
RYNEK OBLIGACJI GPW