

Mateusz Czerwiński

Uniwersytet Szczeciński

**ANALIZA FUNKCJONOWANIA
PUBLICZNEGO RYNKU NIESKARBOWYCH
PAPIERÓW DŁUŻNYCH CATALYST**

Streszczenie: W artykule przeanalizowano publiczny rynek nieskarbowych papierów dłużnych Catalyst, w szczególności scharakteryzowano emisje przeprowadzone przez przedsiębiorstwa niebędące bankami. Podjęto próbę ustalenia zależności celu emisji i jej zabezpieczenia a wysokością odsetek przynależną inwestorom, która okazała się wprost proporcjonalna. Oznacza to, że wraz ze wzrostem ilości informacji o emisji rosło jej oprocentowanie. Wciąż młody i słabo rozwinięty rynek Catalyst stanowi jednak 50% łącznej emisji obligacji przedsiębiorstw w Polsce.

Słowa kluczowe: papiery dłużne, rynek kapitałowy, Catalyst, finanse przedsiębiorstw.

1. Wstęp

Catalyst jest najnowszym elementem polskiego rynku kapitałowego i stanowi „miejsce” obrotu obligacjami komunalnymi i korporacyjnymi. Rozpoczął on działalność 30 września 2009 r. i prowadzony jest na platformach transakcyjnych Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) i BondSpot (dawniej MTS CeTO). Catalyst tworzą cztery platformy obrotu: dwie prowadzone przez GPW – w formule rynku regulowanego i ASO – są przeznaczone dla klientów detalicznych, a dwa rynki BondSpotu są dedykowane klientom hurtowym (rynek ASO na platformie Bond Spot ruszył pod koniec 2009 r.). Wszystkie są przeznaczone dla nieskarbowych instrumentów dłużnych – obligacji komunalnych, korporacyjnych oraz listów zastawnych. Taka architektura Catalyst sprawia, że jest on dostosowany do emisji o różnych wielkościach i różnej charakterystyce, a także do potrzeb różnych inwestorów – hurtowych i detalicznych, instytucjonalnych i indywidualnych. Praktyczne działanie tak zorganizowanego rynku ocenione zostało na łamach dziennika Rzeczpospolita zdaniem „tak źle, jak sądzono, wcale jednak nie jest”¹, co w opinii autora jest oceną nazbyt negatywną.

¹ W artykule znaleźć można opinie, że utworzenie Catalyst było dobrym krokiem, a rynek przebił się do świadomości emitentów, jednakże jego największą bolączką wciąż jest brak płynności i drobnych inwestorów. Średnie miesięczne obroty na rynku wyniosły w 2010 r. nieco ponad 50 mln zł,

Podjmując próbę analizy funkcjonowania rynku, autor opracowania pragnie zwrócić uwagę na pozytywne aspekty działania rynku „Catalyst”, głównie w sferach informacyjnej i poznawczej całego polskiego rynku kapitałowego. Szczególną uwagę skupiono na analizie wybranego fragmentu rynku, na obligacjach korporacyjnych wyemitowanych przez przedsiębiorstwa niebędące bankami, ponieważ ta grupa emitentów najczęściej wskazuje cel emisji, który może być utożsamiany z celem działania całego rynku. Dodatkowo istnienie publicznego rynku obligacji stwarza możliwość oszacowania premii za ryzyko kredytowe, która jest wykorzystywana m.in. w wyznaczaniu stopy dyskontowej przy ocenie projektów inwestycyjnych metodą NPV.

Tłem zasadniczej treści artykułu jest opis dynamiki i struktury całego polskiego rynku nieskarbowych papierów dłużnych, który przez trzy kwartały 2010 r. rozwijał się najsilniej od 2003 r.

2. Papiery dłużne w Polsce

Emisja instrumentów dłużnych w Polsce, do których zalicza się obligacje i krótkoterminowe papiery dłużne (KPD), jest oparta na Ustawie o obligacjach z dnia 29 czerwca 1995 r., prawie wekslowym z 1936 r., kodeksie cywilnym z 1964 r., art. 921 oraz prawie bankowym z 1997 r. Według ustawy obligacja jest dokumentem stwierdzającym istnienie zobowiązania emitenta do spełnienia określonego świadczenia wobec posiadacza obligacji. Należy do obcych źródeł finansowania przedsiębiorstw, natomiast krótkoterminowe papiery dłużne wciąż nie mają ujednocnionej formy prawnej. W kodeksie cywilnym definiowane są jako bony komercyjne, bony handlowe lub inwestycyjne, podczas gdy prawo wekslowe określa je jako KWIT-y (krótkoterminowe weksle inwestycyjno-terminowe). Taki podział instrumentów dłużnych jest zasadny wówczas, gdy brany jest pod uwagę okres, na jaki są emitowane, choć jest to nie jedyna klasyfikacja, którą można znaleźć w literaturze [Machała 2009, s. 198].

W Polsce, podobnie jak w innych krajach regionu, czyli w Czechach, Turcji, na Węgrzech i Słowacji, ogólny rynek papierów dłużnych jest zdominowany przez obligacje rządowe stanowiące, wartościowo, 91% tego rynku (dane z czerwca 2009 r.), podczas gdy tylko 9% to rynek papierów nieskarbowych [*Polish Corporate...* 2009].

Wartość rynku nieskarbowych papierów dłużnych w Polsce wzrosła w latach 1997-2010² z 3,4 mld zł do 63,3 mld zł, czyli ponad 17-krotnie i w żadnym roku nie odnotowano dynamiki ujemnej (permanentny wzrost). Największa roczna dynamika

głównie za sprawą papierów dłużnych miasta Warszawy i obligacji drogowych Banku Gospodarstwa Krajowego, podczas gdy pozostałymi papierami handlowano przede wszystkim w dniu wprowadzenia do obrotu. Więcej zob. <http://www.rp.pl/artykul/543369.html>, 1.10.2010.

² Dane za trzy kwartały roku.

rynku wystąpiła w początkowej fazie jego rozwoju w latach 1998-2000, podwajając nawet jego rozmiar w 1998 r. Druga faza większych wzrostów, która nastąpiła w połowie ostatniej dekady, przywróciła dodatnią korelację między rynkiem długu a wzrostem gospodarczym, co zostało również potwierdzone w roku ubiegłym po dwóch słabszych latach 2008-2009. Szczegółowe dane zaprezentowano w tab. 1.

Tabela 1. Rynek nieskarbowych papierów dłużnych w Polsce w latach 2003-2009

Wyszczególnienie	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	I-III kw. 2010
Wartość rynku KPD (mln zł)	11 055	9 935	8 604	12 885	13 758	12 952	9 970	14 019
Wartość rynku obligacji komunalnych (mln zł)	2 639	2 955	3 295	3 830	4 132	4 461	6 906	9 169
Wartość rynku obligacji przedsiębiorstw i banków (mln zł)	8 077	10 332	13 209	14 841	24 703	27 339	31 124	40 106
Wartość rynku obligacji przedsiębiorstw (mln zł)	5 288	7 259	8 920	8 827	13 872	14 944	12 158	16 403
Wartość rynku obligacji banków (mln zł)	2 789	3 074	4 290	6 014	10 831	12 395	18 966	23 703
Wartość rynku nieskarbowych papierów dłużnych (mln zł)	21 771	23 222	25 109	31 556	42 593	44 753	48 000	63 294
Roczna dynamika wartości wyemitowanych nieskarbowych papierów dłużnych (%)	10	7	8	26	35	5	7	32

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Fitch Rating Polska.

Zróźnicowanie przedsiębiorstw wykorzystujących emisję obligacji i KPD do pozyskania środków na finansowanie działalności i inwestycji jest bardzo duże. Przez 13 lat były to spółki medialne, transportowe, petrochemiczne, deweloperskie, leasingowe oraz budowlane, a największą emisję przeprowadziła Elektrownia Turów, pozyskując z całego programu w listopadzie 2007 r. aż 2540 mln zł. Tym samym można przyjąć, że w zasadzie przedsiębiorstwa o każdym rodzaju działalności mogą próbować finansować się za pomocą obligacji i KPD, zwłaszcza że dotychczas

emisje na ogół były organizowane przez banki, które jednocześnie obejmowały całą emisję. W efekcie dotychczasowy rynek obligacji komunalnych i korporacyjnych miał w dużej mierze charakter parakredytowy, ponieważ obligacje nieskarbowe w dacie emisji przeważnie trafiały w księgi banków będących organizatorami i jednocześnie gwarantami zamknięcia emisji [Czerwiński 2010, s. 539]. Taki stan rzeczy można tłumaczyć z jednej strony brakiem zainteresowania mniejszych, nieinstytucjonalnych inwestorów tą formą lokowania kapitału (bariera popytowa), która w warunkach wolnego rynku powinna na bankach wymusić kierowanie ofert do swoich klientów, a z drugiej – brakiem zainteresowania banków (organizatorów emisji) tworzeniem specjalnej infrastruktury ułatwiającej odbiorcom indywidualnym bezpośrednio inwestowanie na rynku długu korporacyjnego (bariera podażowa). Z punktu widzenia banków, które też są przedsiębiorstwami, korzystniejsze, pod względem osiąganych zysków, było oferowanie niżej oprocentowanych lokat i inwestowanie pozyskiwanych środków w przedsiębiorstwa, np. poprzez zakup obligacji i KPD³. Szansę na zmianę dotychczasowego *status quo* dało utworzenie publicznego rynku nieskarbowych papierów dłużnych Catalyst.

3. Emitenci papierów dłużnych na rynku Catalyst

Na rynku Catalyst możliwa jest emisja obligacji przez wszystkie podmioty uprawnione do tego zgodnie z zapisem art. 2 Ustawy o obligacjach, co oznacza, że zakres podmiotów, które mogą wykorzystać Catalyst do finansowania działalności, jest większy niż w przypadku emisji instrumentów o charakterze udziałowym (akcji). W Polsce jest wiele spółek z ograniczoną odpowiedzialnością oraz komandytowo-akcyjnych, które często są dużymi, dojrzałymi przedsiębiorstwami, ale nie mają w planach upubliczniania się i nie zmieniają formy prawnej na akcyjną. Teraz również te przedsiębiorstwa mogą uczestniczyć w publicznym rynku kapitałowym, dokonując autoryzacji lub publicznej emisji papierów dłużnych.

Od rozpoczęcia funkcjonowania rynku Catalyst zadebiutowało na nim 107 serii obligacji, KPD oraz listów zastawnych. Łączna liczba emitentów to 48 podmiotów, w tym 35 przedsiębiorstw, 12 JST oraz Bank Gospodarstwa Krajowego, który stanowi oddzielną kategorię ze względu na skalę i organizację emisji. W dalszej części artykułu analizowano emisje tylko przedsiębiorstw (tab. 2), pomijając banki komercyjne i spółdzielcze oraz samorządy.

Pierwsze i dotychczas jedyne KPD o trzymiesięcznym terminie zapadalności i wartości nominalnej 1,7 mln zł wprowadziła na rynek Catalyst spółka ONICO TRADE SA. Zgodnie z informacjami, w momencie emisji spółka zatrudniała cztery osoby, które dzięki swojej wiedzy, umiejętnościom i kontaktom zakupują gaz płynny od największych koncernów paliwowych z Niemiec, Holandii, Francji, Austrii, Włoch, Szwajcarii, Czech oraz Węgier [*Dokument informacyjny...* 2009].

³ Należy jednak pamiętać, że to kredyty bankowe wciąż są najpopularniejszą formą zewnętrznego finansowania przedsiębiorstw.

Tabela 2. Charakterystyka przeprowadzonych emisji papierów dłużnych przez przedsiębiorstwa na rynku Catalyst w okresie październik 2009 – styczeń 2011

Emitent	Cel emisji
ANTI SA	finansowanie bieżącej działalności
AOW Faktoring Sp. z o.o.	finansowanie bieżącej działalności
Budostal-5 SA	finansowanie bieżącej działalności
Electus SA	zwiększenie kapitału obrotowego, finansowanie zobowiązań samorządów i publicznej służby zdrowia
Fojud SA	zwiększenie kapitału obrotowego, rozszerzenie działalności o usługi geodezyjne, dalsza rozbudowa systemów informatycznych zarządzania
Green House Development Sp. z o.o.	pożyczka dla spółki właścicielskiej
Gant Development SA	dofinansowanie projektów realizowanych przez spółki zależne
Impomed Centrum SA	nie został określony
IPF Investments Polska Sp. z o.o.	nie został określony (przekazanie środków w ramach grupy)
MCI Management SA	nowe inwestycje w Polsce i CEE
Multimedia SA	spłata kredytu, skup akcji własnych, inwestycje
Murapol SA	inwestycje (SPV)
Marvipol SA	nie został określony
Organika SA	wykup nieruchomości z leasingu, dywersyfikacja źródeł finansowania, zwiększenie kapitału obrotowego, zakup surowców do produkcji pianki poliuretanowej
Onico Trade SA	zakup paliw płynnych ze szczególnym uwzględnieniem gazu LPG celem dalszej odsprzedaży
Orzeł SA	zastaw rejestrowy na akcjach imiennych
Prime Car Management SA	spłata zadłużenia wobec GMAC
Polkomtel Finance AB	zapewnienie długoterminowego źródła finansowania spółki będącego uzupełnieniem dla tradycyjnego finansowania bankowego
Pragma Inkaso SA	wykup umów faktoringowych, pozyskanie środków finansowych na przejęcie kontrolnego pakietu akcji spółki Grupa Finansowa Premium SA
Solveco SA	nie został określony
Widok Energia Sp. z o.o.	finansowanie podstawowej działalności

Źródło: opracowanie własne na podstawie dokumentów i not informacyjnych emitentów.

Finansowanie pozyskane z wyemitowanych przez ONICO TRADE SA krótkoterminowych papierów dłużnych przeznaczono na zakup paliw płynnych ze szczególnym uwzględnieniem gazu LPG w celu dalszej odsprzedaży na rynku, a uzyskane przychody pokryły wartość nominalną emisji oraz naliczone odsetki (4,98% w okre-

sie do wykupu). Warto dodać, że papiery wartościowe nie były zabezpieczone, a prognozowana na dzień wykupu wartość zobowiązań wynosiła 5,035 mln zł, podczas gdy wartość aktywów w dniu emisji wynosiła jedynie 1,654 mln zł, więc emisja mogła być odebrana przez uczestników rynku bardzo ostrożnie. Od 2 lutego 2011 r. na rynku NewConnect notowane są prawa do akcji spółki, które w dniu debiutu wzrosły o 48,33%, a spółka zamknęła rok 2010 rentownością sprzedaży 12,7% i przychodami na poziomie 34 mln zł.

Pierwszymi korporacyjnymi obligacjami, które zadebiutowały na publicznym rynku Catalyst, były papiery wartościowe wyemitowane przez Electus SA we wrześniu 2009 r. Obligacje wyemitowano w dwóch seriach o łącznej wartości ponad 25 mln zł, a celem wskazanym w dokumencie informacyjnym było powiększenie kapitału pracującego. Z raportów bieżących emitenta oraz komunikatów prasowych wynikało jednak, że faktycznym celem emisji było zwiększenie skali pożyczek dla jednostek służby zdrowia.

Electus SA należy do grupy kapitałowej Domu Maklerskiego IDMSA⁴. Spółka wyspecjalizowała się w świadczeniu usług finansowych dla sektora służby zdrowia oraz jednostek Skarbu Państwa, w tym: restrukturyzacji zadłużenia, udzielaniu poręczeń i pożyczek, usług faktoringu i przyznawaniu ratingów. Wśród emitentów obligacji na rynku Catalyst o podobnym profilu działalności znalazły się częstochowski AOW Faktoring Sp. z o.o. (5 mln zł)⁵, Pragma Inkaso SA z Tarnowskich Gór (20 mln zł) oraz Remedis SA z Poznania (10,256 mln zł), który objął emisję papierów dłużnych jedynie autoryzacją Catalyst⁶. Remedis SA i Electus SA to ścisli konkurenci na rynku doradztwa w zarządzaniu szpitalami, tworzeniu analiz ekonomicznych i programów naprawczych, a także wykupu wierzytelności ZOZ.

Inną najszerszej reprezentowaną na Catalyst grupą przedsiębiorstw są spółki z sektora budowlanego, do których należą: ANTI SA (2,835 mln zł), Budostal-5 SA (1,717 mln zł), Green House Development Sp. z o.o. (1,8 mln zł), Gant Development SA (90,95 mln zł), Murapol SA (8 mln zł) i Marvipol SA (73,1 mln zł). Pod względem przekazywania informacji potencjalnym inwestorom o celu emisji spółki budowlane wykazywały się szczególną oszczędnością. Najczęściej cel emisji pozostawał nieokreślony, a w wyjątkowych sytuacjach jedynie wskazywane było zasilenie w finansowanie zewnętrzne działalności bieżącej lub podmiotu dominującego. To ostatnie zdarzenie nastąpiło w przypadku spółki Green House Development, któ-

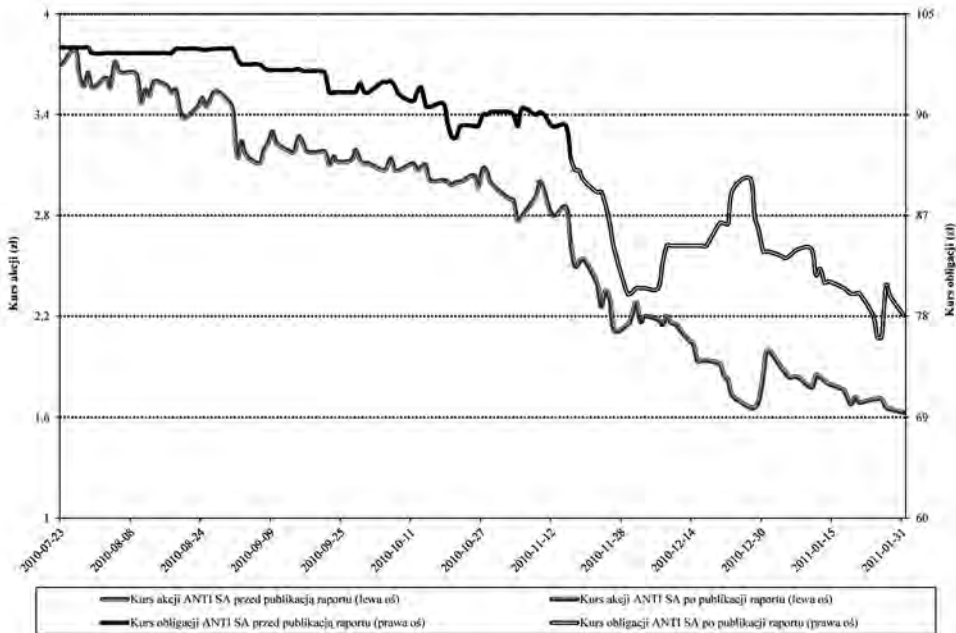
⁴ Dom Maklerski IDMSA był jednocześnie autoryzowanym doradcą firmy Electus SA przy przeprowadzaniu emisji obligacji oraz sporządzaniu prospektu informacyjnego.

⁵ W nawiasach podano wartość wszystkich emisji papierów dłużnych przedsiębiorstwa na rynku Catalyst.

⁶ Autoryzację emisji na rynku Catalyst, co oznacza, że emitent obligacji przyjmuje obowiązki informacyjne określone w Regulaminie Catalyst oraz wynikające z ustawy o obligacjach, a także rejestruje emisję w systemie transakcyjnym Catalyst przez nadanie jej specjalnego oznaczenia. Autoryzacja sprawia, że dany podmiot staje się uczestnikiem rynku kapitałowego i odnosi z tego tytułu wszystkie niematerialne korzyści, takie jak lepsza wycena przyszłych emisji, wiarygodność wśród inwestorów i innych uczestników rynku oraz promocja nazwy firmy i marki.

ra jest spółką celową powołaną w celu pozyskania środków finansowych dla spółki matki, przez co można przypuszczać, że ostatecznie środki miały zostać przeznaczone na finansowanie nowych bądź dokapitalizowanie dotychczasowych inwestycji.

Emitentem szczególnie wyróżniającym się na rynku Catalyst jest ANTI SA. Spółka istnieje od 1991 r. i zajmuje się zagospodarowaniem przestrzeni publicznej i prywatnej, małą architekturą oraz usługami porządkowymi. W 2008 r. zadebiutowała na rynku NewConnect, a rok później zaczęła realizować inwestycje w całej Polsce, przestając być tylko firmą lokalną. Dynamiczny rozwój spółki, jak się okazało, miał słabe fundamenty organizacyjne i finansowe, które wyszły na jaw 15 listopada 2010 r., wraz z ogłoszeniem sprawozdania finansowego za III kwartał. Wykazany wynik netto wyniósł minus 4,851 mln zł, przy stracie netto w analogicznym okresie roku poprzedniego na poziomie 0,542 mln zł. Osiągnięta od stycznia do września 2010 r. strata stanowiła ponad 10% przychodów i była związana z przedłużającą się realizacją kontraktu na przebudowę placu i ulicy w Grójcu, wskutek czego konieczne było dokonanie odpisów na rezerwy w kwocie 11,1 mln zł na wypadek przyszłych kar umownych. Od momentu publikacji wymienionego raportu do końca stycznia 2011 r. kurs akcji spółki obniżył się o 42,81%, a cena obligacji o 17,78%, powodując wzrost średniej rentowności w okresie do wykupu (ang. *yield to maturity*) do poziomu 57% (rys. 1).



Rys. 1. Kurs akcji i obligacji ANTI SA w okresie 23.07.2010-31.01.2011

Źródło: opracowanie własne na podstawie oficjalnych notowań.

Tym samym ujawniło się ryzyko funkcjonowania ANTI SA w oparciu o niskie marże, które nierzadko były przewagą firmy przy przetargach. Obecnie spółka wdraża program restrukturyzacji, którego celami są osiągnięcie dodatniej rentowności oraz budowa wartości spółki.

4. Koszt odsetkowy publicznej emisji obligacji

Analiza emisji papierów dłużnych na rynku Catalyst jest jednym z etapów poszukiwania źródeł kosztu tego rodzaju finansowania. Koszt pozyskanego kapitału dla emitentów, w przypadku papierów dłużnych, jest jednocześnie nominalną stopą zwrotu dla podmiotów inwestujących w ten instrument, dlatego stopa oprocentowania obligacji musi jednocześnie uwzględniać stronę podażową rynku, czyli ryzyko biznesowe każdej działalności gospodarczej, a także stronę popytową, tj. oczekiwania inwestorów. Naturalne jest, że w sytuacji większej niepewności, spowodowanej mniejszą wiedzą o przeznaczeniu środków z emisji, inwestorzy powinni oczekiwać wyższej stopy zwrotu. W celu sprawdzenia tej hipotezy porównano wysokość oprocentowania obligacji z wybranymi charakterystykami przeprowadzonych emisji (tab. 3).

Tabela 3. Charakterystyka papierów dłużnych przedsiębiorstw notowanych oraz autoryzowanych na Catalyst. Stan na dzień 31.01.2011

Emitent	Wartość emisji (tys. zł)	Oprocentowanie* (%)	Wskazano cel emisji	Wskazano zabezpieczenie instrumentów
1	2	3	4	5
ANTI SA	2 835	10,00	nie	nie
AOW Faktoring Sp. z o.o.	5 000	11,00	nie	nie
Budostal-5 SA	1 717	12,20	nie	nie
Electus SA	10 133	10,90	nie	nie
Electus SA	15 634	10,90	nie	nie
Fojud SA	2 053	11,00	nie	tak
Gant Development SA	28 850	10,40	nie	nie
Gant Development SA	26 000	8,03	nie	nie
Gant Development SA	1 100	8,35	nie	nie
Gant Development SA	10 000	10,40	nie	nie
Gant Development SA	25 000	8,15	tak	tak
Green House Development Sp. z o.o.	600	17,00	tak	tak
Green House Development Sp. z o.o.	600	17,00	tak	tak
Green House Development Sp. z o.o.	600	17,00	tak	tak

1	2	3	4	5
Impomed Centrum SA	1 050	11,60	nie	nie
Impomed Centrum SA	2 000	10,90	nie	nie
IPF Investments Polska Sp. z o.o.	200 000	11,50	nie	tak
Marvipol SA	39 400	6,92	nie	nie
Marvipol SA	14 450	9,65	nie	nie
Marvipol SA	19 250	9,86	nie	nie
MCI Management SA	50 000	8,00	nie	nie
MCI Management SA	27 450	8,90	tak	nie
Multimedia SA	400 000	7,55	tak	nie
Murapol SA	8 000	14,00	tak	nie
Organika SA	19 930	12,00	tak	tak
Organika SA	5 265	12,00	tak	tak
Orzeł SA	7 260	15,00	tak	tak
Polkomtel Finance AB	1 000 000	5,70	nie	tak
Pragma Inkaso SA	15 000	10,10	tak	nie
Pragma Inkaso SA	5 000	10,00	tak	tak
Prime Car Management SA	349 000	10,50	tak	tak
Prime Car Management SA	185 009	10,50	tak	tak
Remedis SA (autoryzacja)	2 000	11,00	tak	tak
Remedis SA (autoryzacja)	4 265	11,00	tak	tak
Remedis SA (autoryzacja)	3 000	10,00	tak	tak
Remedis SA (autoryzacja)	1 000	10,00	tak	tak
Solveco SA	400	10,10	nie	tak
Solveco SA	2 240	10,90	nie	tak
Widok Energia Sp. z o.o.	500	11,30	nie	nie
Widok Energia Sp. z o.o.	880	11,30	nie	nie

* Nominalne oprocentowanie w bieżącym okresie odsetkowych.

Źródło: opracowanie własne na podstawie dokumentów i not informacyjnych emitentów oraz www.gpwcatalyst.pl.

Rozpiętość nominalnego oprocentowania obligacji na koniec stycznia 2011 r. wynosiła 11,3 punktów procentowych. Najmniejszą stopę odsetkową ustalono dla papierów podmiotu zależnego od operatora komórkowego Polkomtel SA (WIBOR 6M +1,7%), których wielkość emisji była jak dotychczas największa wśród przedsiębiorstw. Najwięcej inwestorom zaproponował deweloper z Warszawy, emitując trzy

serie po 600 mln złotych oprocentowane według stałej rocznej stopy. Nie oznacza to jednak, że istnieje prawidłowość między wielkością emisji a oprocentowaniem papierów dłużnych. Liniowa zależność mierzona wskaźnikiem Pearsona wyniosła – 40,4%, co oznacza słabą zależność (choć właściwy kierunek).

Zaprezentowane w powyższej tabeli dane posortowano według zabezpieczenia oraz celu, a otrzymane z wyników miary przedstawiono w tab. 4.

Tabela 4. Nominalne oprocentowanie nieskarbowych papierów dłużnych notowanych oraz autoryzowanych na Catalyst w zależności od celu emisji i jej zabezpieczenia. Stan na dzień 31.01.2011

Wyszczególnienie	Średnia (%)	Mediana (%)	Liczba emisji
Brak celu, papiery niezabezpieczone	10,09	10,43	17
Brak celu, wskazano zabezpieczenie	9,85	10,92	5
Wskazano cel, papiery niezabezpieczone	10,15	9,52	4
Wskazano cel i zabezpieczenie	12,23	11,00	14
Brak celu (cel ogólny)	10,04	10,64	22
Wskazano cel	11,77	10,77	18
Papiery niezabezpieczone	10,10	10,39	21
Wskazano zabezpieczenie	11,60	11,00	19

Źródło: opracowanie własne na podstawie dokumentów i not informacyjnych emitentów oraz www.gpwcatalyst.pl.

Analizując wyniki pierwszej grupy, zwrócono uwagę na średnią, ponieważ wystąpiło tam większe zróżnicowanie w ilości emisji, które weszły do próby, natomiast dla dwóch następnych grup większą wagę położono na miarę pozycyjną, medianę. Tym samym stwierdzono, że:

- średnio najwyższe oprocentowanie mają emisje, które zabezpieczono oraz wskazano przeznaczenie środków z emisji, a najniższe oprocentowanie mają emisje, które zabezpieczono bez podawania przeznaczenia pozyskanego finansowania;
- cel emisji, sam w sobie, nie miał istotnego wpływu na stopę odsetkową, a mediana w tej grupie emisji różniła się jedynie o 13 punktów bazowych;
- samo wskazanie zabezpieczenia emisji, z pominięciem innych czynników, podnosiło wielkość oprocentowania o 61 punktów bazowych, czyli o 5,87%.

Otrzymane wyniki nie potwierdzają przyjętego założenia o odwrotnej zależności między zasobem informacji o emisji a wielkością oprocentowania nominalnego. Gdyby wykluczyć działanie takich czynników, jak np. okres do wykupu, wielkość emisji, czasowa struktura stóp procentowych czy standing finansowy emitentów, to „rozzrutność” informacyjna pociągnęłaby za sobą konieczność większego oprocentowania. Zjawisko to można próbować tłumaczyć tym, że inwestorzy, poznając

cel emisji, poznają również ryzyka specyficzne tych przedsięwzięć inwestycyjnych, przykładowo budowa budynku wielomieszkanowego przy ul. Sikorskiego we Wrocławiu⁷ to dodatkowe ryzyko konkretnego zamawiającego nieruchomości, jej położenia oraz partnerów wykonawczych. Ryzyko, które jest znane, łatwiej jest przełożyć na wielkości liczbowe, z tego też powodu może być ono w kalkulowane w stopę dyskontową.

5. Zakończenie

Podsumowując analizę rynku Catalyst, należy dodać, że jest to wciąż rynek bardzo młody i mały, ale za to bardzo dynamiczny. Wartość wszystkich emisji notowanych lub autoryzowanych na Catalyst po trzech kwartałach 2010 r. stanowiła 34% całego rynku nieskarbowych papierów dłużnych w Polsce, podczas gdy dla segmentu przedsiębiorstw (w tym banków) jest to już blisko połowa. Ilościowo rynek Catalyst rozwija się wzorowo, natomiast wciąż wiele do życzenia pozostawia jakość emisji.

Na korporacyjnej części rynku dominują firmy świadczące usługi budowlane oraz finansowe, w większości nie jest podawane przeznaczenia środków z emisji, a papiery nie są zabezpieczone. Średnie oprocentowanie obligacji to 10,8%, ale rynek ten nie może być jednak promowany jako prosta alternatywa dla lokat, ponieważ za wyższą stopą zwrotu idzie zwiększone ryzyko⁸. Nie bez znaczenia jest także pozytywna rola rynku Catalyst w wydłużeniu zapadalności papierów emitowanych przez firmy czy banki. To już nie jest tylko rolowanie papierów krótkoterminowych. Emitenci wypuszczają papiery na okres od 3 do 6 lat. A to finansowanie dłużne, nie kredytowe⁹. Kolejnym etapem analizy rynku będzie porównanie rentowności obligacji korporacyjnych z odpowiednimi papierami skarbu państwa, w celu oszacowania premii za ryzyko kredytowe dla polskiego rynku kapitałowego.

Literatura

Czerwiński M., *Catalyst, czyli kolejny etap transformacji polskiego rynku nieskarbowych papierów dłużnych*, [w:] D. Zarzecki (red.), *Zarządzanie finansami. Inwestycje i wycena przedsiębiorstw*, Szczecin 2010.

Dokument informacyjny dla Obligacji Serii A ONICO TRADE Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością z siedzibą w Warszawie, Warszawa 2009.

Machała R., *Zarządzanie finansami i wycena firmy*, Oficyna Wydawnicza UNIMEX, Wrocław 2009.
Polish Corporate Bond Market, Fitch Ratings, Warszawa 2009.

⁷ Jeden z trzech celów emisji na kwotę 25 mln złotych przeprowadzonej przez Gant Development SA.

⁸ <http://www.rp.pl/artykul/543369.html>, 1.10.2010.

⁹ <http://www.rp.pl/artykul/596693.html>, 19.01.2011.

Źródła internetowe

www.gpwcatalyst.pl.

www.rp.pl/artykul/543369.html, 1.10.2010.

www.rp.pl/artykul/596693.html, 19.01.2011.

THE ANALYSIS OF FUNCTIONING OF CATALYST – THE PUBLIC MARKET OF NON-TREASURE DEBT SECURITIES

Summary: The purpose of this paper is to analyse the public market of non-treasure debt securities called Catalyst. Particularly, the issues by companies other than banks are characterized. The article tries to establish the relationship of emissions aim and its security, and the amount of interest that belongs to the investors, which proved to be directly proportional. This means that with the increasing amount of information about the issue the interest rate is rising. Still young and poorly developed Catalyst market provides 50% of the total issue of companies bonds in Poland.