



Funding information: Not applicable. **Conflicts of interests:** None. **Ethical considerations:** The Author assures of no violations of publication ethics and takes full responsibility for the content of the publication.

POLSKI RYNEK OBLIGACJI NIESKARBOWYCH – KLUCZOWE STATYSTYKI, ZMIANY PRAWA I WYZWANIA ROZWOJOWE

Czesław Bartłomiej Martysz*

<https://doi.org/10.18778/2391-6478.1.45.01>

POLISH NON-TREASURY BOND MARKET – KEY STATISTICS, LEGAL EVOLUTIONS AND DEVELOPMENT CHALLENGES

ABSTRACT

The purpose of the article. The article aims to present key statistics of the Polish market for non-treasury debt securities, to show the essence of the tightening of legal regulations and their impact on the development of the market, as well as to identify market development problems and *de lege ferenda* proposals to improve its attractiveness to investors and issuers in the long term.

Methodology. The article follows the author's previous publication in 2020 and is unique in that it shows the market for non-treasury debt securities in a cross-sectional manner based on an analysis of legal acts and press publications, the latest and partly non-public statistics of the KDPW, and the author's market practice.

Results of the research. The nominal value of the Polish non-treasury bond market is PLN 454.2 billion, but excluding the quasi-treasury securities of BGK, PFR and EIB, it is PLN 157.6 billion, of which only 49.4% of the securities are listed on the Catalyst market, which is celebrating its 15th anniversary this year. Between 2017 and 2024, the bond law was significantly tightened to protect retail investors, whose real share of the primary market is small, from misselling. The new law raises many questions and complicates the issuance process, raising questions about whether it will ultimately help or hurt market development. Many retail investors will not take advantage of improved market transparency and access to new information due to lack of economic knowledge. In addition to the new regulations, challenges to the non-treasury debt securities market also remain, including lack of financial education, reluctance of new issuers to enter the bond market, lack of ratings and insufficient analytical coverage of issuers, lack of standardization of documentation, and lack of secondary market animation and liquidity.

Keywords: fixed-income, non-treasury bonds, debt securities, regulations, investor protection, capital market, Catalyst.

JEL Class: D18, G23, O16, K22.

* Dr, Instytut Finansów, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, <https://orcid.org/0000-0003-2461-0121>
Corresponding Author. E-mail: cmarty@sgh.waw.pl

Polski rynek obligacji nieskarbowych – kluczowe statystyki, zmiany prawa i wyzwania rozwojowe

W dniu 1 lipca 2024 r. minęło 5 lat od wprowadzenia obowiązku rejestracji nieskarbowych papierów dłużnych (dalej jako „NPD”) w KDPW, obejmujących w szczególności obligacje korporacyjne, obligacje komunalne (municipalne) oraz hipoteczne listy zastawne. Z kolei 30 września 2024 r. minęło 15 lat od uruchomienia platformy obrotu Catalyst. Okoliczności te są okazją do przedstawienia aktualnego stanu rynku NPD w Polsce w kontekście stojących przed nim wyzwań. W latach 2017–2024 zaostrzono prawo NPD dla poprawy przejrzystości rynku i wzmocnienia ochrony inwestorów detalicznych (po tzw. „aferze Getback”), których udział w rynku jest wciąż stosunkowo niewielki. Nowe regulacje wzbudzają wątpliwości, komplikują proces emisji i rodzą pytania o ostateczny efekt zmian, tj. czy ostatecznie pomogą czy zaszkodzą rozwojowi polskiego rynku NPD.

Pierwszym celem artykułu jest przedstawienie kluczowych statystyk polskiego rynku NPD. Drugim celem jest ukazanie istoty zaostrzenia regulacji prawnych oraz ich wpływu na rozwój rynku. Trzecim celem artykułu jest wskazanie problemów rozwojowych rynku oraz propozycji *de lege ferenda*, pozwalających w dłuższym horyzoncie poprawić jego atrakcyjność, zarówno z perspektywy inwestorów jak i emitentów. Choć artykuł nie wyczerpuje problematyki problemów i wyzwań rynku to ma przyczynić się do poszerzenia dyskusji na ten temat.

Niniejszy artykuł nawiązuje do poprzedniej publikacji autora (Martysz, 2020) i ma unikalny charakter, ponieważ ukazuje rynek NPD w sposób syntetyczny i przekrojowy w oparciu o analizę aktów prawnych i artykułów prasowych, najnowsze i częściowo niepubliczne statystyki KDPW oraz doświadczenie zawodowe autora.

Kluczowe statystyki rynku NDP

Rozważania o rynku nieskarbowych papierów dłużnych w Polsce (NPD) warto rozpocząć od przedstawienia kluczowych statystyk z Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych („KDPW”)¹. W dniu 30 czerwca 2024 r. łączna wartość nominalna wszystkich wyemitowanych i niezapadłych² papierów dłużnych (*outstanding*) zarejestrowanych w KDPW wynosiła 1.683,2 mld zł, z czego aż 1.103 mld zł (65,5%) stanowiły hurtowe obligacje skarbowe, 126 mld (7,5%) detaliczne obligacje skarbowe a NPD jedynie 454,2 mld zł (27%). Ograniczając się do samych NPD – aż 296,6 mld (65,3%) stanowią obligacje Banku Gospodarstwa Krajowego (BGK), Polskiego Funduszu Rozwoju (PFR) oraz

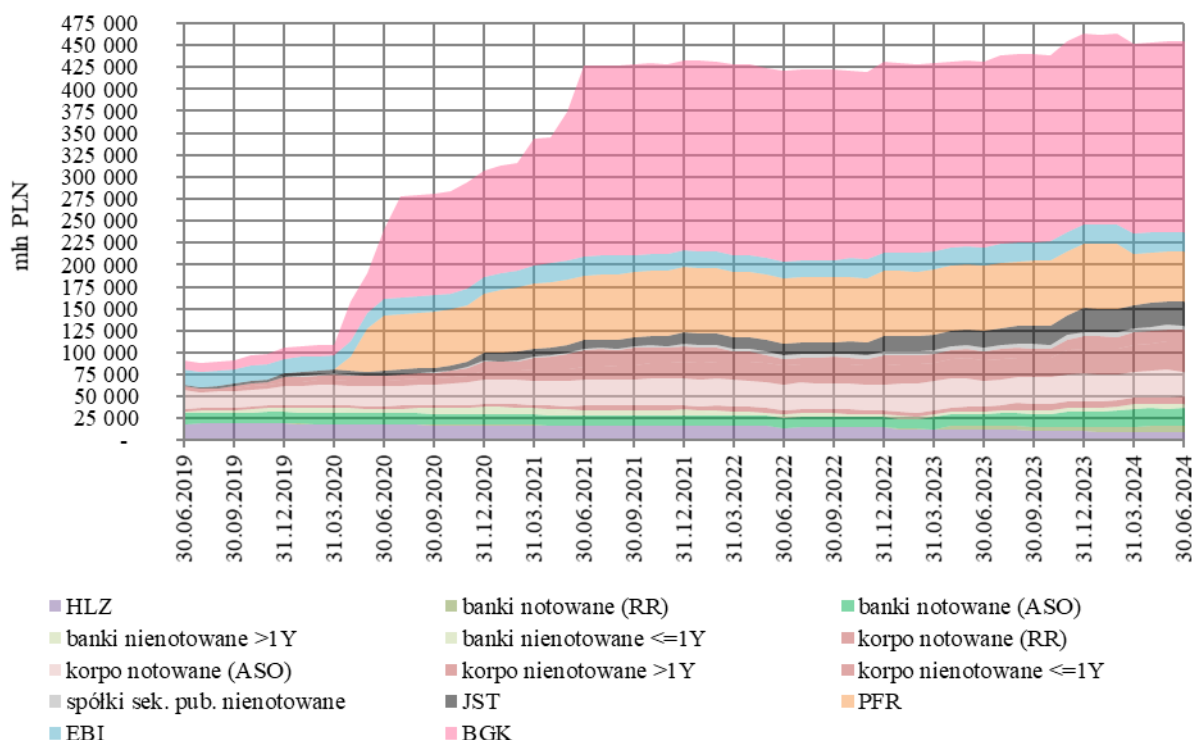
¹ Statystyki nie obejmują NPD wyemitowanych przed 1 lipca 2019 r., zarejestrowanych w ewidencjach firm inwestycyjnych i banków, które z czasem zapadną, ponieważ od 1 lipca 2019 r. wszystkie nowe NPD muszą być rejestrowane w KDPW. NPD w euro przeliczono po kursie EUR/PLN 4,35 zł. Statystyki przygotowano w oparciu o raporty KDPW zawierające wyłącznie niezapadłe NPD, wygenerowane na koniec każdego miesiąca począwszy od 30.06.2019 aż do 30.06.2024. Daty zapadalności poszczególnych NPD są takie jak w dniu ich emisji, przy czym emisje o łącznym nominale min. 50 mln zł skorygowano ręcznie (w oparciu o Rejestr Zobowiązań Emitentów, RZE) o zdarzenia takie jak m.in. przedterminowy wykup lub zmiana warunków emisji. Jedna seria oznacza jeden numer ISIN. W przypadku papierów asymilowanych przyjęto dla uproszczenia, że całą serię (łączną wartość nominalną) wyemitowano w pierwotnej dacie emisji.

² Chodzi o obligacje, których termin wykupu (zgodnie z warunkami emisji obligacji, „WEO”) jeszcze nie minął. Statystyki *outstandingu* w niniejszym artykule nie obejmują obligacji, które nie zostały wykupione w terminie.

Europejskiego Banku Inwestycyjnego (EBI), które można uznać za dług skarbowy³. Do pozostałych NPD (zwanych dalej „core-NPD”, łącznie 157,6 mld zł, 34,7% NPD) zaliczamy obligacje korporacyjne⁴ (88,8 mld zł, 19,5%), hipoteczne listy zastawne (HLZ) i obligacje banków komercyjnych (42 mld zł, 9,3%) oraz obligacje komunalne (JST, 26,8 mld zł, 5,9%), które wraz z obligacjami spółek sektora publicznego⁵ (5 mld zł, 1,1%) miały łączną wartość nominalną 31,9 mld zł (7%).

Rysunek 1

Wartość nominalna wyemitowanych i niezapadłych NPD w KDPW (outstanding)



Źródło: opracowanie własne na podstawie KDPW.

Rysunki 1 i 2 przedstawiają outstanding NPD zarejestrowanych w KDPW pomiędzy 30.06.2019 r. a 30.06.2024 r. (na koniec każdego miesiąca), w podziale na emitenta i rynek notowania⁶. Wydzielenie papierów o zapadalności do roku włącznie⁷ pozwala ukazać, jaka część rynku służy

³ Obligacje BGK (o skróconej nazwie „FPC”) oraz obligacje PFR były emitowane na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19. Obligacje FPC i PFR są gwarantowane przez Skarb Państwa. Z kolei EBI jest międzynarodowym bankiem, którego akcjonariuszami są państwa UE. W związku z tym obligacje BGK, PFR i EBI wyodrębnia się ze statystyk NPD, ponieważ powinno się je traktować przez pryzmat ryzyka kredytowego jako papieru quasi-skarbowe.

⁴ Inaczej obligacje przedsiębiorstw, z wyłączeniem (w ramach niniejszego artykułu) obligacji banków oraz PFR.

⁵ Są to niepubliczne spółki komunalne (m.in. ośrodki sportowe i stadiony, spółki wodociągowe, przedsiębiorstwa gospodarowania odpadami, spółki komunikacji masowej) oraz niepubliczne spółki kontrolowane przez Skarb Państwa (m.in. lotniska oraz spółki kolejowe). Obligacje tych spółek nabywają banki, a finansowanie ma charakter quasi-kredytowy i specjalistyczny, oparty w znacznej mierze (poprzez różnego rodzaju gwarancje i umowy wsparcia) na ryzyku samorządu – właściciela spółki. W praktyce obligacje spółek komunalnych są niedostępne na rynku wtórnym.

⁶ Skróty rynku notowania: RR – rynek regulowany, ASO – alternatywny system obrotu, NN – nienotowane.

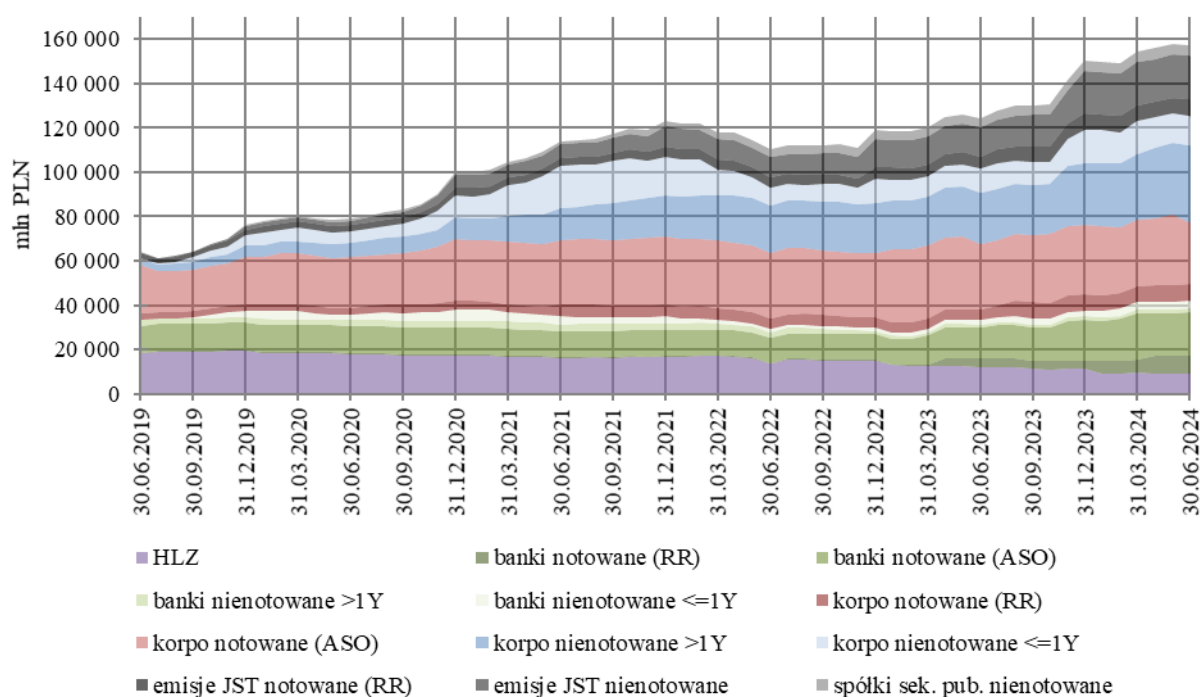
⁷ Krótka zapadalność papierów naturalnie wyklucza ich notowanie. Większość krótkoterminowych NPD stanowią obligacje emitowane przez bankowe spółki leasingowe i faktoringowe, które są poręczane przez banki-matki i obejmowane przez klientów tych banków jako ekwiwalenty depozytów. Rozwiązanie to pozwala optymalizować bilans i koszty banków

finansowaniu potrzeb płynnościowych. Na rysunku 2 ukazano obligacje core-NPD, pomijając obligacje BGK, PFR oraz EBI dla lepszego obrazu „właściwego” rynku NPD.

Na rysunkach 1 i 2 widać ponadto dwa obszary spadającego outstandingu NPD, które należy wiązać z wybuchem epidemii COVID-19 (03.2020 – 06.2020) oraz ze wzrostem stóp procentowych NBP i wybuchem wojny w Ukrainie (12.2021 – 11.2022). Stałe dodatnie saldo napływów nowych środków do polskich dłużnych funduszy detalicznych⁸ od początku 2023 r. (Analizy.pl, 2024) sprzyjają plasowaniu nowych emisji i podnoszą outstanding. Sprzyjającą plasowaniu sytuację rynkową widać po wartości outstanding notowanych na RR prospektowych emisji korporacyjnych kierowanych do inwestorów detalicznych, których wartość w pierwszym półroczu 2024 r. wyniosła aż 928 mln zł i była ponad trzykrotnie wyższa niż w pierwszym półroczu 2023 r. (300 mln zł) (Szweda, 2024).

Rysunek 2

Wartość nominalna wyemitowanych i niezapadłych core-NPD (bez obligacji BGK i PFR), zarejestrowanych w KDPW (outstanding, lewa oś)



Źródło: opracowanie własne na podstawie KDPW.

Korespondujące z rysunkiem 2 wybrane wartości outstandingu (w odstępach półrocznych) zestawiono w tabeli 1. Największe przyrosty outstandingu widać w obligacjach JST i spółek sektora publicznego oraz korporacyjnych NPD o zapadalności powyżej roku, co wynika ze stopniowego

z uwagi na obecność podatku bankowego, ponieważ finansowanie bezpośrednie tych spółek przez banki-matki podwyższyłoby sumy bilansowe tych banków, generując wyższy podatek bankowy.

⁸ Fundusze dłużne na 30.06.2024 r. były największą grupą detalicznych funduszy inwestycyjnych – ich aktywa netto wyniosły aż 129 mld zł, tj. 52% całego rynku (247,9 mld zł, bez funduszy aktywów niepublicznych). Fundusze dłużne są, obok towarzystw ubezpieczeniowych, kluczowymi inwestorami na rynku pierwotnym NPD.

„przechodzenia” tych NPD z ewidencji banków i firm inwestycyjnych do KDPW. Z kolei wzrost outstanding papierów bankowych należy wiązać ze zwiększonym zapotrzebowaniem banków na finansowanie spełniające wymogi MREL (Kozłowska, 2023). Niemal 50% spadek nominalu outstanding nastąpił wśród hipotecznych listów zastawnych.

Tabela 1

Outstanding NPD w KDPW według rodzaju emitenta, tenoru oraz rynku notowania

Rodzaje emitentów i rynki notowań NN – nienotowane RR – rynek regulowany ASO – alternatywny system obrotu	30.06.2019	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.06.2024
Samorządy (JST)	2 417	4 436	9 481	13 644	17 740	26 523	26 810
Spółki sektora publicznego, NN	20	257	1 031	2 391	4 203	4 935	5 040
Korporacje, NN, >1Y	3 311	4 768	9 858	18 865	22 261	27 738	34 749
Korporacje, NN, <=1Y	60	4 681	10 173	17 385	11 176	14 951	13 339
Korporacje, RR	2 909	2 949	3 679	5 197	4 536	7 583	7 610
Korporacje, ASO	21 995	21 452	27 653	30 723	29 265	31 326	28 018
Banki, NN, >1Y	2 435	2 545	3 065	2 978	1 701	1 545	1 551
Banki, NN, <=1Y	–	2 964	5 218	3 431	1 397	2 452	3 476
Banki, ASO	12 177	12 177	12 177	11 439	11 407	18 287	19 736
Banki, RR	374	539	589	370	220	3 883	8 163
Hipoteczne listy zastawne (HLZ)	18 091	19 336	17 163	16 657	15 085	11 149	9 062
core-NPD (bez BGK, PFR, EBI)	63 789	76 103	100 088	123 079	118 990	150 371	157 555
BGK	10 020	11 870	122 331	216 662	216 632	216 883	217 753
PFR	–	–	66 650	73 900	73 900	73 900	57 575
EBI	17 123	17 123	18 699	19 472	21 062	21 762	21 286
RAZEM NPD	90 932	105 096	307 768	433 114	430 585	462 916	454 169

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KDPW.

W tabeli 2 przedstawiono outstanding NPD na 30.06.2024 r. według trybu oferowania. Warto zauważyć, że outstanding detalicznych emisji prospektowych wyniósł niecałe 3,8 mld zł⁹, tj. zaledwie 2,4% rynku core-NPD (bez BGK, PFR i EBI). Oznacza to, że inwestorzy indywidualni

⁹ Emisje te wyodrębniono w taki sposób, że zbiór NPD notowanych na rynku regulowanym pomniejszono o obligacje municypalne, hipoteczne listy zastawne oraz euroobligacje (dla których depozytem macierzystym nie jest KDPW), ponieważ w praktyce rynkowej wszystkie te 3 kategorie NPD kupują na rynku pierwotnym instytucje finansowe. Oczywiście inwestorzy indywidualni mogą też kupować NPD na rynku pierwotnym (w ramach ofert bez prospektu) a także rynku wtórnym – ASO Catalyst, jednak trudno jest oszacować realny (pełny) udział inwestorów indywidualnych wśród wszystkich obligatariuszy (posiadaczy) NPD.

w Polsce mają bezpośrednio ok. 33 razy więcej detalicznych obligacji skarbowych (126 mld zł) niż prospektowych NPD¹⁰.

Tabela 2

Outstanding core-NPD w KDPW na 30.06.2024 r. według trybu oferowania

Kategorie emitentów i tryby emisji core-NPD	Outstanding 30.06.2024 w mln zł	%
Emisje prospektowe detaliczne notowane (RR)	3 810	2,4
Euroobligacje notowane (RR)	11 963	7,6
Hipoteczne listy zastawne notowane (RR)	6 356	4,0
Hipoteczne listy zastawne notowane (ASO)	706	0,4
Hipoteczne listy zastawne nienotowane	2 000	1,3
Emisje bezprospektowe JST niepubliczne i nienotowane	19 640	12,5
Emisje bezprospektowe JST niepubliczne i notowane (RR)	7 170	4,6
Emisje bezprospektowe notowane (ASO) (bez JST)	47 754	30,3
Emisje bezprospektowe nienotowane <= 1Y (bez JST)	16 818	10,7
Emisje bezprospektowe nienotowane >1Y (bez JST)	41 338	32,1
Razem core-NPD (bez BGK, PFR i EBI)	157 555	100

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KDPW.

W tabeli 3 ujęto największych emitentów NPD na dzień 30.06.2024 r. (od 2 mld zł). Outstanding tej grupy odpowiada aż 83,4% wartości nominalnej całego rynku NPD (pozostałe 20 emitentów to 52,3% rynku core-NPD). Dominują tu banki i ich spółki zależne¹¹. Oprócz PFR, największym niebankowymi emitentami NPD byli Orlen (6,4 mld zł), Cyfrowy Polsat (3,9 mld zł), Miasto Łódź (2,6 mld zł), KGHM (2,6 mld zł), Tauron (2,6 mld zł), Kruk (2,3 mld zł) a także Enea (2 mld zł), Echo Investment (1,9 mld zł) oraz Ghelamco Invest (1,7 mld zł).

Tabela 4 zawiera kluczowe statystyki NPD według kategorii emitenta. Warto zauważyć, że aż 76,9% core-NPD ma zmienne oprocentowanie, co wyróżnia polski rynek papierów nieskarbowych na tle świata, gdzie dominuje oprocentowanie stałe. Co ciekawe, spośród wszystkich 8 515 serii NPD aż 82,1% (6 989 serii) wyemitowały jednostki samorządu terytorialnego (JST)¹², a doliczając spółki sektora publicznego, to aż 7 313 serii NPD (85,9%) dotyczy sektora publicznego.

¹⁰ Wartościowym uzupełnieniem tabeli 2 jest ranking oferujących obligacje, opracowywany przez portal Obligacje.pl (Obligacje.pl, 2025a).

¹¹ Są to głównie spółki leasingowe i faktoringowe, ujęte jako korporacje, emitujące zwykle NPD o zapadalności nie przekraczającej 12 miesięcy (zob. przypis 6).

¹² Średnia wartość jednej serii obligacji JST wynosi 3,8 mln zł. Wynika to z „rozkładania” wartości obligacyjnego długu na kilka serii zapadających w różnych latach, zgodnie z Wieloletnimi Planami Finansowania („WPF”).

Tabela 3*Najwięksi emitenci NPD (outstanding na 30.06.2024)*

Lp.	Emitent	Kategoria emitenta	Łączny nominal (mln zł)	Liczba serii	Średni tenor (lata)	Zapadalność z WEO	
						Min	Max
1	Bank Gospodarstwa Krajowego (BGK)	BGK	217 753	18	10,3	25.10.2024	25.06.2045
2	Polski Fundusz Rozwoju S.A. (PFR)	PFR	57 575	10	6,8	31.03.2025	05.03.2030
3	Europejski Bank Inwestycyjny (EBI)	EBI	21 286	11	9,1	25.02.2025	25.02.2043
4	Powszechna Kasa Oszczędności BP S.A. (PKO BP)	Bank	9 138	5	6,3	01.02.2026	28.02.2029
5	Bank Polska Kasa Opieki S.A. (Bank Pekao)	Bank	7 275	9	7,1	29.07.2024	14.10.2033
6	PKO Bank Hipoteczny S.A.	Bank	6 756	18	3,3	24.07.2024	24.08.2028
7	Santander Bank Polska S.A.	Bank	6 522	4	6,5	30.11.2026	05.04.2028
8	Orlen S.A. (d. PKN Orlen S.A.)	Korporacja	6 350	4	7,2	22.12.2025	25.03.2031
9	Podmiot Zarządzający Aktywami S.A.	Korporacja	5 737	10	3,0	30.11.2024	30.11.2028
10	Pekao Leasing sp. z o.o.	Korporacja	5 605	12	1,1	23.07.2024	21.10.2025
11	Pekao Faktoring sp. z o.o.	Korporacja	4 975	7	0,2	02.07.2024	03.09.2024
12	Cyfrowy Polsat S.A.	Korporacja	3 890	2	6,6	11.01.2030	11.01.2030
13	Volkswagen Financial Services sp. zoo	Korporacja	2 829	5	3,0	10.10.2025	15.04.2027
14	Pekao Bank Hipoteczny S.A.	Bank	2 729	19	4,7	23.07.2024	06.04.2029
15	Łódź Miasto	JST	2 609	36	9,0	20.12.2024	17.12.2036
16	KGHM Polska Miedź S.A.	Korporacja	2 600	2	8,5	27.06.2029	26.06.2031
17	Tauron Polska Energia S.A.	Korporacja	2 577	4	11,8	30.10.2025	16.12.2034
18	Kruk S.A.	Korporacja	2 348	26	5,2	02.09.2024	17.10.2029
19	Powszechny Zakład Ubezpieczeń S.A. (PZU)	Korporacja	2 250	1	10,1	29.07.2027	29.07.2027
20	Alior Bank S.A.	Bank	2 150	5	5,3	20.10.2025	09.06.2028
21	mBank Hipoteczny S.A.	Bank	2 035	7	4,5	03.12.2024	05.09.2029
22	PKO Leasing S.A.	Korporacja	2 012	5	0,2	01.07.2024	12.09.2024
23	Enea S.A.	Korporacja	2 000	2	4,5	21.05.2027	21.05.2030
Emitenci – outstanding >= 2 mld zł (1–23)			379 000	222	6,6	01.07.2024	25.06.2045
Pozostali Emitenci NPD			75 169	8 293	8,9	01.07.2024	30.06.2048
Suma			454 169	8 515	8,9	01.07.2024	30.06.2048

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KDPW.

Tabela 4

Kluczowe statystyki NPD według kategorii emitenta i formuły oprocentowania (outstanding na 30.06.2024)

Lp.	Emitent	Łączny nominal (mln zł)	Liczba serii	Średni tenor (lata)	Formuła oprocentowania ¹³ (% wg. outstandingu)			
					stałe (F)	zmiennie (V)	zerokuponowe (Z)	inne / b.d.
1	BGK	217 753	18	10,3	87,1%	12,9%	0,0%	0,0%
2	PFR	57 575	10	6,8	99,1%	0,9%	0,0%	0,0%
3	EBI	21 286	11	9,1	73,0%	27,0%	0,0%	0,0%
4	Korporacje	88 756	1 372	5,9	14,7%	74,9%	10,2%	0,2%
5	Banki	41 988	115	6,3	24,4%	66,9%	8,7%	0,0%
6	JST	26 810	6 989	9,6	0,8%	99,2%	0,0%	0,0%
Suma bez BGK, PFR, EBI (4–6)		157 555	8 476	8,9	14,9%	76,9%	8,0%	0,2%
Suma		454 169	8 515	8,9	62,9%	34,2%	2,8%	0,1%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KDPW.

Tabela 5

Core-NPD w KDPW według trybu rejestracji i rynku notowania (stan na 30.06.2024)

	Agent Emisji				KDPW bezpośrednio (DvP)				Razem			
	Nominał (mln zł)	%	Liczba serii	%	Nominał (mln zł)	%	Liczba serii	%	Nominał (mln zł)	%	Liczba serii	%
NN	70 789	78,4	7760	95,4	9 007	13,4	35	10,7	79 796	50,6	7795	91,9
ASO	13 054	14,5	101	1,2	35 407	52,6	110	33,2	48 460	30,8	211	2,6
RR	6 457	7,1	276	3,4	22 841	34,0	194	56,1	29 298	18,6	470	5,5
Razem	90 300	100	8 137	100	67 255	100	339	100	157 555	100	8 476	100
%	57,3		96,0		42,7		4,0		100		100	

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KDPW.

Analizując stan polskiego rynku core-NPD (bez BGK, PFR, EBI) na 30.06.2024 r. według trybu rejestracji oraz miejsca notowania (tabela 5) można zauważyć, że nominalnie 50,6% obligacji (aż 91,9% serii) nie jest notowanych (są niepubliczne). Więcej papierów – zarówno wartościowo (57,3%) jak i pod kątem liczby serii (96%) – rejestruje się poprzez agenta emisji niż DvP (*delivery versus payment*)¹⁴, przy czym jedynie 21,6% nominału NPD przechodzącego przez agentów emisji jest później publicznie

¹³ Formułę oprocentowania ustalono dzięki oznaczeniu kodowym CFI (ISO 10962), gdzie (F) oznacza oprocentowanie stałe, (V) zmiennie a (Z) zerokuponowe (dyskontowe).

¹⁴ Przed 2018 r., tj. przed unormowaniem w przepisach prawa instytucji agenta emisji, to właśnie w trybie DvP emitowano NPD przeznaczone do obrotu na rynku publicznym, które musiały być zarejestrowane w KDPW. Pozostałe NPD (nieprzeznaczone do obrotu publicznego) rejestrowano w ewidencji banku lub firmy inwestycyjnej lub ew. tworzone je w formie papierowej (często wykorzystywanej dla emisji wewnątrz grup kapitałowych, *intercompany*). Wcześniej wyrażenie "agent emisji" oznaczało po prostu "organizator emisji".

notowana¹⁵. Po przeliczeniu widać, że NPD (pod względem średniego nominalu serii) notowane w ASO (229,7 mln zł) wyraźnie dominują nad NPD z RR (62,3 mln zł) oraz nienotowanymi (NN) NPD (10,2 mln zł), ponieważ emisje NPD do inwestorów instytucjonalnych zwykle są przeprowadzane w trybie bezprospektowym i potem notowane w ASO.

Powyższe statystyki nie obejmują obligacji, które wg. stanu na dzień 30.06.2024 r. nie zostały wykupione w terminie wynikającym z WEO – było to 267 serii obligacji o łącznym nominale ponad 2,9 mld zł. Największych takich 10 emitentów przedstawiono w tabeli 6. Cieszyć może fakt, że od czasu upadłości Getback (2018) oraz ZM Henryk Kania (2019) nie odnotowano już istotnych dla rynku upadłości emitentów NPD, pomimo wspomnianych już turbulencji rynkowych (epidemia Covid-19, wojna w Ukrainie oraz wzrost stóp procentowych).

Tabela 6

NPD w KDPW niewykupione w terminie zgodnym z WEO (stan na 30.06.2024)

Lp.	Emitent	Łączny nominal (mln zł)	Liczba serii	Rejestracja w KDPW		Zapadalność z WEO	
				Min	Max	Min	Max
1	Getback SA w restrukturyzacji	542	31	30.07.2015	06.03.2018	17.05.2018	08.11.2021
2	Telewizja Polska SA	530	1	07.11.2023	07.11.2023	06.05.2024	06.05.2024
3	PBG SA	338	6	01.03.2017	07.04.2017	31.01.2020	30.06.2020
4	Zakłady Mięsne Henryk Kania SA	151	3	23.06.2016	10.04.2018	24.06.2019	29.03.2021
5	Gant Development SA	112	7	11.06.2010	14.09.2012	06.05.2013	28.08.2014
6	RPGZ X sp. zoo	90	2	20.04.2021	20.04.2021	17.04.2023	17.04.2023
7	Griffin Real Estate Invest sp. zoo	84	1	14.08.2017	14.08.2017	04.12.2020	04.12.2020
8	Spółdzielczy Bank Rzemiosła i Rolnictwa w Wołominie w upadł. likw.	75	3	26.07.2011	14.05.2014	08.07.2021	17.04.2024
9	PCZ SA	72	7	13.08.2012	19.01.2015	30.06.2015	30.11.2017
10	Action SA	60	1	05.09.2014	05.09.2014	04.07.2017	04.07.2017
11	Pozostali emitenci	869	205				
	Suma	2 922	267	31.12.2003	07.11.2023	09.06.2011	30.06.2024

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KDPW.

„Afefa Getback” genezą zaostrożenia prawa NPD16

Jedną z patologii rynku finansowego, która dotknęła szczególnie rynku NPD, jest misselling, czyli oferowanie usług finansowych, które nie odpowiadają potrzebom konsumentów, a także nieadekwatny (do charakteru tych usług) sposób ich proponowania (Martysz & Rakowski, 2021).

¹⁵ Rejestracja emisji w trybie agenta emisji w praktyce pozwala przenieść część obowiązków formalnych, związanych z wprowadzeniem NPD do notowań giełdowych, na okres po emisji, co następuje jednak „kosztem” odpowiedzialności agenta emisji opisanej głównie w art. 7a ustawy o obrocie (Dz.U. 2024, poz. 722).

¹⁶ Obecnie spółka nazywa się Capitea S.A.

Źródłem największego zaostżenia przepisów rynku NPD była tzw. afera Getback z 2018 r., ponieważ jednym z jej wątków był właśnie misselling obligacji (Martysz, 2020). Papiery GetBack (obecnie Capitea) oferowano m.in. osobom fizycznym, dla których był to często pierwszy kontakt z obligacjami, kojarzonymi wyłącznie ze Skarbem Państwa.

Przed 2019 r. istniały (w uproszczeniu) dwa tryby oferowania NPD osobom fizycznym – (i) w drodze przygotowania prospektu emisyjnego (lub memorandum informacyjnego), które następnie było zatwierdzane (lub przyjmowane do wiadomości) przez Komisję Nadzoru Finansowego ("KNF") albo (ii) w prostszym trybie oferowania bez wymaganego prospektu/memorandum, jednak ograniczonego zasięgiem do maksymalnie 149 inwestorów. Obligacje Getback oferowano w obu tych trybach (także pod prospektem emisyjnym¹⁷), jednak problemem były tzw. „pełzające emisje”, czyli emisje bezprospektowe, oferowane jedna seria po drugiej w taki sposób, aby w każdej z nich „zmieścić” 149 osób.

Afera Getback wybuchła 16 kwietnia 2018 r., kiedy GPW zawiesiła obroty akcjami Getback, a 2 maja 2018 r. zarząd spółki złożył wniosek o otwarcie postępowania restrukturyzacyjnego. Według stanu na 30.04.2020 spółka wyemitowała obligacje o łącznym nominale aż 2,2 mld zł obligacji, w tym aż 1,7 mld zarejestrowano poza KDPW¹⁸. Gros obligatariuszy Getbacku stanowiły osoby fizyczne, a wiele papierów miało formę materialną (Martysz, 2020)¹⁹. Największą wadą NPD niezarejestrowanych w KDPW było to, że nikt poza emitentem (a szczególnie nadzór) nie znał pełnej skali obligacyjnego zadłużenia. Afera Getback uwidoczniała więc systemową lukę, której nikt nie wykorzystał dotychczas w tak ogromnej skali.

Niewątpliwy wpływ na zaostżenie przepisów prawa NPD mieli, oprócz powszechnie znanej spółki Getback, także inni emitenci, którzy przestali regulować zobowiązania z tytułu obligacji, w szczególności spółki niepubliczne i przez to mniej transparentne. Do najbardziej znanych upadłych emitentów NPD należą (vide tabela 5) np. Gant Development, PCZ, ZM Henryk Kania, Golub Gethouse czy Optima Development Poland. Uwagę regulatora zwróciły również inwestycje w tzw. Condohotele (UKNF, 2019), czyli nieruchomości w rzekomo atrakcyjnych turystycznie lokalizacjach, przeznaczone na wynajem krótkoterminowy – promujące je przekazy marketingowe bazowały na rzekomym bezpieczeństwie inwestycji, porównaniu z lokatą bankową oraz „gwarantowanych”

¹⁷ Przykład Getback S.A. pokazuje, że publikacji prospektu emisyjnego lub memorandum informacyjnego nie wolno traktować jako „gwarancji kapitału”, ponieważ organ nadzoru sprawdza przede wszystkim wymogi formalne (np. czy w prospekcie podano wymagane informacje), a nie ryzyko kredytowe oraz to, czy dana inwestycja jest „bezpieczna”; gdyby nadzór taką gwarancję dawał, to zyski z obligacji powinny być zbliżone do zysków z lokat.

¹⁸ Były to głównie obligacje niezabezpieczone, z których do marca 2028 r. inwestorom prawdopodobnie uda się odzyskać około 25% kapitału. Na 30.09.2024 r. suma niewykonanych świadczeń z obligacji Getback wg. Rejestru Zobowiązań Emitentów („RZE”) KDPW wynosi 2,5 mld zł, z czego tylko 0,5 mld zł dotyczy papierów zarejestrowanych w KDPW (tabela 5) a 2 mld zł to papiery zarejestrowane poza KDPW.

¹⁹ Oznacza to, że prawo do obligacji nie wynika z zapisu na rachunku papierów wartościowych czy zapisu w ewidencji, lecz z posiadania papierowego dokumentu. Jest to zatem pierwotna forma obligacji. W przypadku Getback obligacje oferowano w ten sposób po to, aby mogli je oferować pracownicy spółki, bez (generującego koszty) pośrednictwa instytucji finansowej (Martysz, 2020).

zyskach w skali 7–10% rocznie. Wreszcie, w połowie 2023 r. głośne stały się problemy finansowe kojarzonej z Januszem Palikotem i Kubą Wojewódzkim spółki Manufaktura Piwa Wódki i Wina²⁰.

Zmiany prawa obligacji w latach 2017–2019

Pierwsze zmiany przepisów prawa obligacji sygnalizował komunikat KNF z 24 października 2017 r., rekomendując podwyższenie nominału bankowych obligacji podporządkowanych do min. 400 tys. zł (KNF, 2017). Ostatecznie to zalecenie przyjęło formę trwałego przepisu w nowelizacji ustawy o obligacjach uchwalonej 14 grudnia 2017 r. (Dz.U. 2018, poz. 8). Obecnie bankowe obligacje podporządkowane mogą zostać nawet umorzone, jeżeli ich emitent zostanie przymusowo zrestrukturyzowany. Zgodnie z komunikatem KNF z 2017 r. takie obligacje powinni jednak kupować inwestorzy dysponujący kwotą min. 400 tys. zł, ponieważ tacy inwestorzy najwyraźniej lepiej rozumieją ryzyko takiej inwestycji²¹. Komunikat KNF okazał się w pewnym sensie proroczy, ponieważ uwagę nadzoru przykuły emisje podporządkowanych obligacji Getin Noble Banku („GNB”) i to pomimo faktu, że emisję tych papierów poprzedziło zatwierdzenie stosownego prospektu emisyjnego przez KNF. Niespełna 5 lat po komunikacie KNF, we wrześniu 2022 r. doszło do przymusowej restrukturyzacji GNB, czego efektem było umorzenie obligacji GNB wartych ponad 680 mln zł. Wiele z tych papierów kupili niestety drobni inwestorzy (Money.pl, 2023).

Skutkiem wspomnianej już afery Getback było pismo KNF z 29 maja 2018 r. w sprawie oferowania obligacji, w którym komisja wskazała m.in., że banki nie powinny proaktywnie oferować obligacji korporacyjnych swoim klientom – inwestorom indywidualnym dysponującym aktywami do 100 tys. euro (KNF, 2018), czyli tyle, ile maksymalnie zagwarantuje BFG w zamian za lokaty założone w upadłym banku. Takie obligacje mogliby ewentualnie kupować klienci zamożni.

Niespełna pół roku później, 9 listopada 2018 r. uchwalono ustawę o zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru nad rynkiem finansowym oraz ochrony inwestorów na tym rynku (Dz.U. 2018, poz. 2243), zwaną potocznie „ustawą o wzmocnieniu nadzoru”. Ustawa ta wprowadziła m.in. obowiązek rejestracji NPD od 1 lipca 2019 r. w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych (KDPW) oraz wprowadziła instytucję tzw. agenta emisji, tj. obowiązkowego organizatora emisji takich NPD, które nie są emitowane w drodze oferty publicznej i w odniesieniu do których emitent nie zamierza ubiegać się o publiczne notowanie.

Zgodnie ze znowelizowaną ustawą o obrocie, emisje i rozliczenie NPD musi się odbywać za pośrednictwem agenta emisji zdefiniowanego w art. 7a ustawy o obrocie (Dz.U. 2024, poz. 722), jeżeli emitent nie zamierza ubiegać się o dopuszczenie tych papierów dłużnych do obrotu na rynku

²⁰ Na 30.06.2024 spółka miała 18,7 mln zł niewykupionych obligacji.

²¹ Trudno stwierdzić, czy wzrost wartości majątku inwestora przekłada się na wyższą świadomość ryzyka inwestycyjnego, ale intencja nadzoru sprowadzała się do tego, że inwestorzy posiadający min. 400 tys. zł prawdopodobnie mają dużo większy majątek i ew. strata na obligacjach podporządkowanych nie byłaby dla nich tak dotkliwa jak dla mniejszych inwestorów, którzy nawet w przypadku upadłości banku oczekiwali by jakiejś rekompensaty analogicznej do gwarancji BFG dla depozytów.

regulowanym ani o wprowadzenie do ASO. W praktyce agent emisji²² musi przed emisją NPD sprawdzić emitenta i jego papiery. Nowym przepisom towarzyszyły pisma z Urzędu KNF kierowane do agentów emisji, podkreślające niebagatelne znaczenie agenta emisji dla rynku NPD.

Emisja i rozliczenie NPD, jak już wspomniano, może także nastąpić bezpośrednio w KDPW na zasadzie DVP, tj. bez pośrednictwa agenta emisji. Jednak w tym trybie emitent musi udowodnić zamiar wprowadzenia papierów do publicznego obrotu, co według Regulaminu KDPW oznacza, że Zarząd Giełdy Papierów Wartościowych („GPW”) musi się wpieryw zgodzić na dopuszczenie papierów do obrotu na rynku regulowanym lub na ich wprowadzenie do obrotu w ASO²³. Innymi słowy papiery przed emisją i rozrachunkiem w trybie DvP muszą być formalnie „przygotowane” do notowania na giełdzie.

Obowiązkowa rejestracja NPD w KDPW (i tym samym ich obowiązkowa dematerializacja) ułatwiła obrót papierami na rynku wtórnym, gromadzenie informacji o papierach oraz poprawiła przejrzystość rynku. Powstał bowiem specjalny Rejestr Zobowiązań Emitentów (RZE, n.d.), gromadzący liczne informacje o wszystkich obligacjach (także wyemitowanych przed 1 lipca 2019 r.)²⁴, m.in. takie jak serie i zapadalności obligacji emitenta, kalendarze płatności, wartość niezapadłego obligacyjnego długu (tzw. outstanding) oraz wartość niewypełnionych przez emitenta zobowiązań obligacyjnych²⁵. Warto zauważyć, że RZE ułatwia wyszukiwanie informacji na temat papierów dłużnych nie tylko inwestorom, ale również organowi nadzoru (Urząd KNF), który otrzymał przydatne narzędzie do monitoringu poszczególnych emisji i łącznego outstandingu emitenta²⁶, tj. informacji, które nie zawsze musiał otrzymać (przez brak wymogu publikacji prospektu lub memorandum).

Równolegle z RZE powstała także strona RGI KDPW (RGI, n.d.), gromadząca informacje o rejestracjach papierów dokonywanych za pośrednictwem agentów emisji. Dzięki temu możemy dowiedzieć się m.in., która instytucja finansowa odpowiadała za rejestrację papierów i zwykle także za ich oferowanie inwestorom. Aby znaleźć odpowiedni papier wystarczy najpierw wyszukać go w RZE po nazwie emitenta, a następnie wyszukać jego numer ISIN w RGI.

Kolejne zmiany prawa obligacji weszły w życie 30 listopada 2019 r. w związku z uchwaloną 16 października 2019 r. zmianą ustawy o ofercie publicznej (Dz.U. 2019, poz. 2217). Tu genezą zmian

²² Zgodnie z art. 7a ustawy o obrocie mogą być to podmioty uprawnione do prowadzenia rachunków papierów wartościowych (firma inwestycyjną, bank państwowy prowadzący działalność maklerską albo bank, o którym mowa w art. 70 ust. 2) albo bank powierniczy.

²³ Umowa o rejestrację dotycząca papierów wartościowych, w odniesieniu do których emitent zamierza ubiegać się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym (RR) lub wprowadzenie do alternatywnego systemu obrotu (ASO), może zostać zawarta tylko przed nastąpieniem tych zdarzeń; zob. §70 ust. 1 (KDPW, n.d. *Regulamin KDPW*).

²⁴ Zgodnie z ustawą o wzmocnieniu nadzoru, emitenci (w przypadku papierów materialnych) oraz podmioty prowadzące ewidencję papierów dłużnych (w przypadku papierów zdematerializowanych poza KDPW) powinny do 31.03.2020 zgłosić do KDPW informacje o NPD niezarejestrowanych w KDPW.

²⁵ W praktyce wygląda to tak, że każde zdarzenie dotyczące obligacji (np. wypłata odsetek, premii lub wykup) musi być zarejestrowane w KDPW (przez agenta płatniczego lub samodzielnie przez emitenta) i jeżeli nie zostanie później opłacone, to Rejestr Zobowiązań Emitentów (RZE) to pokaże.

²⁶ RZE jest wykorzystywane m.in. przez zarządzających funduszami inwestycyjnymi do określania limitu ekspozycji w papierach danego emitenta. Należy jednak podkreślić, że KDPW pokazuje outstanding NPD w RZE w ujęciu jednostkowym (nominały NPD spółek zależnych nie wliczają się do NPD spółek-matek).

było unijne Rozporządzenie Prospektowe (UE 2017/1129), zasadniczo stosowane już od 21 lipca 2019 r. Zgodnie z Rozporządzeniem Prospektowym ofertą publiczną jest każda oferta papierów wartościowych (w tym obligacji) kierowana do min. 2 inwestorów²⁷. Ponadto zasadniczo papiery wartościowe mogą być przedmiotem oferty publicznej w UE jedynie po publikacji i zatwierdzeniu przez organ nadzoru prospektu emisyjnego. Jednym z najważniejszych wyjątków od tej reguły²⁸ jest możliwość oferowania papierów wartościowych bez prospektu do mniej niż 150 inwestorów (innych niż kwalifikowani²⁹). W Polsce ograniczono jednak ten tryb wyłącznie do mniej niż 150 inwestorów niekwalifikowanych rocznie, a po przekroczeniu tego limitu emitent musi opublikować memorandum informacyjne, które zatwierdza KNF³⁰. Ponadto nowelizacja ustawy o obligacjach z 16 października 2019 r. umożliwiła obrót obligacjami, które nie zostały w pełni wykupione przez emitenta w terminie wskazanym w warunkach emisji obligacji czy papierów dłużnych („WEO”)³¹. Obie te zmiany (limit 149 osób rocznie + możliwość sprzedaży niewykupionych obligacji) były związane z tzw. „pełzającymi emisjami” spółki Getback oraz jej upadłością.

Obligacyjny „Warzywniak” – 2023 r.

Kolejne zaostrenie prawa NPD nastąpiło 29 września 2023 r., gdy weszła w życie większość przepisów Ustawy z dnia 16 sierpnia 2023 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku (Dz.U. 2023, poz. 1723). Prawnicy nazywają ustawę „Warzywnikiem” z uwagi na to, że zmieniła aż 41 innych ustaw, obejmujących na zasadzie „od Sasa do Lasa” m.in. rynek kapitałowy, prawo upadłościowe oraz Straż Graniczną. O ile ustawa o wzmocnieniu nadzoru z 2018 r. objęła głównie emitentów, o tyle „Warzywniak” dotknął także potencjalnych inwestorów. Oficjalnym celem było bowiem m.in. usprawnienie funkcjonowania instytucji rynku finansowego oraz ochrona klientów tych instytucji poprzez m.in. podniesienie minimalnego progu zapisu i udostępnienie inwestorowi kolejnych dokumentów (EY, 2023).

„Warzywniak” wprowadził m.in. ograniczenie sprzedaży klientom detalicznym (będących osobami fizycznymi) NPD, które nie są albo nie mają być przedmiotem wniosku o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym lub wniosku o wprowadzenie do ASO. Innymi słowy, jeżeli obligacje nie będą publicznie notowane, a mają je nabywać osoby fizyczne, to ich nominal powinien wynosić min. 40 tys. euro (lub ekwiwalent w innych walutach). Ustawodawca założył, że podnosząc nominal obligacji

²⁷ Według dotychczasowych przepisów ustawy o ofercie, ofertą publiczną papierów wartościowych nazywano ofertę kierowaną do więcej niż 149 inwestorów.

²⁸ Oferty prowadzone w ramach tych wyjątków określa się jako „emisje bezprospektowe”.

²⁹ W przypadku oferowania papierów wartościowych wyłącznie do inwestorów kwalifikowanych, tj. w szczególności instytucji finansowych (klasyfikowanych zgodnie z MIFID II jako inwestorzy profesjonalni oraz uprawnieni kontrahenci), zgodnie z art. 1 ust. 4 Rozporządzenia Prospektowego nie trzeba publikować prospektu.

³⁰ Obecnie brzmienie art. 3 ust 1a ustawy o ofercie publicznej stanowi, że memorandum informacyjne musi być przekazane KNF w dniu jego publikacji (Dz.U. 2024, poz. 620).

³¹ W art. 3 ustawy o obligacjach przywrócono możliwość przenoszenia praw z obligacji po określonym w warunkach emisji terminie spłaty, której emitent w pełni nie wykonał. Jednocześnie praw tych nie można przenosić na klienta detalicznego w rozumieniu przepisów ustawy o obrocie. W praktyce, jeżeli emitent nie spłaci w terminie obligacji, to obligatariusz będzie mógł je sprzedać, ale tylko do instytucji finansowej.

ograniczy grupę docelową (czyli potencjalnych inwestorów)³² do osób bardziej zamożnych, a przez to teoretycznie bardziej świadomych ryzyka związanego w inwestowaniem w nienotowane papiery.

„Warzywniak” narzucił też kolejne obowiązki na emitentów obligacji, m.in.:

- Osoby fizyczne muszą nabywać obligacje za pośrednictwem firm inwestycyjnych.
- Emitenci obligacji muszą podawać w propozycjach nabycia także informacje o zadłużeniu grupy kapitałowej, jeżeli emitent do takiej grupy należy.
- Emitenci niepublicznych obligacji, którzy nie są spółkami publicznymi, muszą publikować na stronie internetowej roczne zaudytowane sprawozdania finansowe oraz dodatkowo deponować ich papierowe wydruki (!) u agenta dokumentacyjnego.
- Emitenci muszą (najpierw przed emisją w propozycji nabycia NPD, a potem co roku aż do wykupu w sprawozdaniu finansowym) wskazywać (dla siebie i swojej grupy kapitałowej) prognozowane wartości zobowiązań finansowych oraz ich procentowe udziały w pasywach³³, przy czym po emisji prognozy te muszą być również drukowane i deponowane u agenta dokumentacyjnego (bez względu na notowanie papierów!).
- Emitenci muszą w sprawozdaniach finansowych wyjaśnić istotne różnice między ww. prognozami swoich zobowiązań finansowych (ex ante) a ostatecznymi wynikami w sprawozdaniach finansowych (post factum).
- Emitenci i ich jednostki dominujące muszą oświadczać przed emisją NPD, że informacje przekazane przez emitenta do RZE są (według ich najlepszej wiedzy) kompletne i aktualne.

„Warzywniak” wzbudził liczne wątpliwości wśród prawników. Jedną z nich jest brak przepisów intertemporalnych utrudniający stwierdzenie, czy przepisy obejmują także NPD wyemitowane przed 29 września 2023 r. Dyskusyjne pod kątem celowości i ekologii są obowiązki drukowania i deponowania wybranych dokumentów u agenta dokumentacyjnego, mimo iż dotychczas taki wymóg rodził się niezmiernie rzadko (np. przy zmianie WEO niezapadłych NPD). Obowiązkowe publikowanie rocznych sprawozdań finansowych na stronie internetowej emitenta poprawia transparentność rynku³⁴, lecz prawdopodobnie pojawią się przypadki ograniczania dostępności tych danych poprzez dodatkowe logowanie na stronie emitenta (zatwierdzane ręcznie przez emitenta). Ponadto emitenci publicznie notowanych NPD, podlegający obowiązkowi raportowania z Rozporządzenia MAR (Rozporządzenie 2017/1129), niechętnie publikują swoje prognozy finansowe, a „Warzywniak” ich do tego de facto zmusza.

³² Jest to określona grupa nabywców instrumentu finansowego, z których potrzebami, cechami lub celami instrument finansowy jest zgodny, niezależnie od sposobu nabycia lub objęcia przez nich tego instrumentu, zob. art. 83b ust. 10 Ustawy o obrocie (Dz.U. 2024, poz. 722).

³³ Dotychczas (w poprzednim brzmieniu art. 35 ustawy o obligacjach) taki obowiązek był spełniany za pomocą ogólnych, umieszczanych przez emitenta w propozycji nabycia instrumentu dłużnego, sformułowań określających perspektywę kształtowania się zobowiązań emitenta aż do czasu wykupu papierów, np. „zobowiązania emitenta będą kształtować się na poziomie umożliwiającym wypełnianie wszystkich zobowiązań z obligacji”.

³⁴ Obowiązek deponowania rocznych sprawozdań finansowych w rejestrze sądowym wynika z art. 69 ustawy o rachunkowości (Dz.U. 2023, poz. 120) i są one publicznie dostępne poprzez stronę https://ekrs.ms.gov.pl/rdf/pd/search_df, jednak nie wszyscy inwestorzy o tym wiedzą a dokumenty tam zamieszczone bywają nieprzystępne z uwagi na formę techniczną (plik XML).

Rozporządzenie Ministra Finansów – dodatkowe informacje przekazywane do KDPW – 2024 r.

Dopełnieniem „Warzywniaka” stało się Rozporządzenie Ministra Finansów z 22 marca 2024 r. w sprawie dodatkowych informacji przekazywanych KDPW przed zawarciem umowy, której przedmiotem jest rejestracja papierów wartościowych (Dz.U. 2024, poz. 472). Rozporządzenie obowiązujące od 30 maja 2024 r. nakazuje, by w czasie rejestracji papierów przekazywać do KDPW takie informacje jak m.in. liczbę i maksymalną cenę zaoferowanych papierów wartościowych, tryb oferowania, okres subskrypcji i przydziału NPD, docelowy rynek notowań (jeśli dotyczy), datę zatwierdzenia prospektu albo informację o braku takiego obowiązku.

Co ciekawe, ww. rozporządzenie objęło również obligacje komunalne, mimo że jest ich liczbowo dużo więcej niż papierów korporacyjnych, kupują je wyłącznie instytucje finansowe, a ryzyko tych papierów jest porównywalne z papierami skarbowymi. Zastanawiający jest również fakt, że nowe obowiązki objęły też papiery notowane, tymczasem powyższy katalog informacji (m.in. czas trwania oferty, ilu inwestorów kupiło obligacje oraz jakie były koszty emisji) można łatwo znaleźć w dokumentach i notach informacyjnych, publikowanych przez emitentów na stronach GPW Catalyst (GPW Catalyst, n.d.). Pojawia się zatem pytanie o sens dublowania tych informacji już przy emisji.

Nowe informacje o ofertach NPD raczej nie będą przydatne dla inwestorów detalicznych (os. fizycznych), ale mogą być użyteczne dla Urzędu KNF, który w ten sposób zyska nowe narzędzie do monitorowania emisji obligacji kierowanych do osób fizycznych – a takie oferty, w kontekście wspomnianych przypadków missellingu, mogą budzić pewne obawy nadzoru. Urząd KNF wychodzi bowiem z założenia, że inwestorzy instytucjonalni dysponują profesjonalnym doświadczeniem i wiedzą, świadomie podejmują ryzyko inwestycyjne i dlatego nie ma szczególnej potrzeby kontroli sprzedaży NPD kierowanych tylko do nich.

Efektem nowych regulacji, szczególnie „Warzywniaka” i Rozporządzenia MF, jest zwiększenie rygoru oferowania NPD w trybie „omijającym” KNF do inwestorów detalicznych, których udział w rynku pierwotnym jest wartościowo bardzo niewielki w stosunku do inwestorów instytucjonalnych. Skupiając się na ochronie niewielkiej grupy inwestorów detalicznych znacząco zwiększono wymogi oferowania NPD dla całego rynku. Szerokie oferowanie obligacji osobom fizycznym powinno być poprzedzone publikacją prospektu emisyjnego (zatwierdzonego przez KNF) albo memorandum informacyjnego (przesłanego do wiadomości KNF), co jest jednak procesem długim, kosztownym i stosunkowo krótkotrwałym, ponieważ ważność ww. dokumentów (zgodnie z Rozporządzeniem Prospektowym) nie może być dłuższa niż 12 miesięcy, a zatwierdzenie prospektu emisyjnego przez KNF trwa nawet 9 miesięcy (Zatoński, 2024)³⁵, a dopiero wtedy można rozpocząć marketing emisji, edukację inwestorów i właściwe oferowanie. O ile obecne przepisy istotnie ograniczają ryzyko

³⁵ Stosunkowo długi czas akceptacji prospektów emisyjnych przez KNF jest jednym z problemów polskiego rynku NPD. Przykładowo, w Luksemburgu trwa to ok. 1–2 miesiące, por. Zatoński (2024).

missellingu³⁶, o tyle zmiany wynikające z Warzywniaka i Rozporządzenia MF w praktyce uniemożliwiają szerokie oferowanie papierów dłużnych klientom detalicznym w czasie krótszym niż po pół roku.

Regulacyjna ochrona inwestorów detalicznych a prawa rynku

Aby w pełni zrozumieć istotę zaostrzania przepisów prawa obligacji warto ustalić, dlaczego inwestorzy detaliczni zostali objęci szczególną ochroną. Cechą papierów dłużnych, która przyciąga inwestorów detalicznych, są określone z góry zasady wypłaty konkretnych pożytków (np. odsetek) z tych instrumentów. Dzięki tej cesze, pomijając ryzyko stóp procentowych³⁷, inwestor może oszacować przyszłe strumienie pieniężne (wartości pożytków) z papierów dłużnych, czego nie można tak łatwo zrobić dla instrumentów udziałowych (np. akcji i instrumentów udziałowych, *equity*).

Ponadto w Polsce większość NPD ma oprocentowanie zmienne oparte na WIBOR i stałą marżę, co zwykle oznacza oprocentowanie wyższe od lokat bankowych, z którymi to papiery dłużne, właśnie ze względu na ustalone z góry zasady wypłaty pożytków, są często porównywane. Porównując rentowność lokat bankowych i obligacji korporacyjnych inwestorzy detaliczni, samodzielnie lub za namową osób trzecich, podejmując decyzję inwestycyjną przywiązują niedostateczną wagę do ryzyka kredytowego emitenta, w szczególności jaki ma standing finansowy i na ile jest pewne, że wypełni warunki emisji papierów dłużnych.

Ukształtowana m.in. przez skutki missellingu doktryna zakłada, że inwestor detaliczny dysponuje ograniczoną wiedzą, nie rozumie w pełni w co inwestuje i jest podatny na sugestie pracowników dystrybutorów instrumentów finansowych, zwanych do niedawna „doradcami” (dziś raczej „specjalistami ds. obsługi” lub „bankierami klienta”), których nieetyczne zachowania wynikały w dużej mierze z nieprawidłowo skonstruowanych systemów premialnych, sprzyjających sprzedaży nadmiernie ryzykownych produktów nieodpowiednim klientom (Królikowska & Martysz, 2023: 141). Wpływanie przez przedstawicieli dystrybutorów na decyzje inwestycyjne inwestorów detalicznych w istotny sposób ograniczono regulacyjnie za sprawą obowiązującej od 3 stycznia 2018 r. dyrektywy MIFID II (2014/65/UE), która m.in. doprecyzowała zasady badania wiedzy inwestorów, zanim będzie się im oferować ryzykowne instrumenty. Badania wykazały, że implementacja przepisów MIFID II wzmocniła ochronę klientów detalicznych, ale głównie w drodze istotnego ograniczenia oferty instrumentów finansowych (Martysz, Dąbrowski & Kocel, 2022). MIFID II narzucił również obowiązek monitorowania przez dystrybutora obligacji sytuacji kredytowej emitentów tych papierów.

³⁶ Uczestnicy debaty z okazji 15-lecia rynku Catalyst podkreślali m.in., że zaostrzenie regulacji doprowadziło do selekcji emitentów, poprawy jakości rynku i wyłączenia z rynku wielu nieprofesjonalnych podmiotów, dzięki czemu wzrosło bezpieczeństwo inwestowania w obligacje korporacyjne (Zatoński, 2024).

³⁷ Ryzyko (zmiany) stóp procentowych może wpłynąć zarówno na rynkową wycenę papierów dłużnych jak i wartość przyszłych pożytków z obligacji zmiennokuponowych (w związku ze zmianą wartości indeksu bazowego, np. WIBOR3M). Dla inwestora zamierzającego trzymać papiery dłużne do zapadalności, który nie musi wyceniać bieżąco papierów według cen rynkowych, ryzyko zmiany ceny papierów jest pomijalne.

Zasadniczo ankiety MiFID spowodowały, że inwestorzy (a zwłaszcza klienci banków), którzy zgodnie z wynikiem ankiety nie akceptują wysokiego ryzyka inwestycyjnego i chcieliby pozostać przy lokatach bankowych lub funduszach pieniężnych, nie powinni otrzymać od instytucji finansowej oferty nabycia obligacji (ew. akcji czy innych ryzykownych instrumentów), chyba że ci inwestorzy sami o takie instrumenty poproszą. Tu jednak pojawiają się dwa problemy. Po pierwsze, przypisanie inwestora do określonej grupy docelowej zależy głównie od konstrukcji (trudności) ankiety MIFID, tworzonej samodzielnie przez dystrybutora. W skrajnym scenariuszu, inwestor nie posiadający gruntownej wiedzy ekonomicznej lub nie akceptujący ryzyka utraty 100% aktywów nie będzie mógł w ogóle inwestować w papiery dłużne (nawet obligacje skarbowe!). Po drugie, KNF dodatkowo (ponad przepisy MIFID II) zaleciła bankom, by te nie oferowały proaktywnie obligacji korporacyjnych klientom, którzy zgromadzili aktywa mniejsze niż 100 tys. EUR (lub równowartość w PLN) (KNF, 2018). W tej sytuacji bankowe biura maklerskie nie powinny kierować ofert nabycia NPD nawet do mniej zamożnych klientów banków z własnej grupy kapitałowej, dla których obligacje korporacyjne (według wyników ankiety MiFID II) prezentują akceptowalne ryzyko inwestycyjne. Z powodu tych ograniczeń można sądzić, że emisje obligacji korporacyjnych przeznaczone dla inwestorów indywidualnych częściej będą prowadzone przez niezależne domy maklerskie, gdzie ryzyko missellingu jest mniejsze³⁸ niż w grupach bankowych. W skrajnym scenariuszu może dojść do dalszej profesjonalizacji rynku, gdy obligacje korporacyjne będą oferowane wyłącznie inwestorom profesjonalnym (np. funduszom inwestycyjnym) (Szweda, 2018).

Ponadto Sąd Najwyższy 18 lipca 2019 r. (I CSK 587/17)³⁹ *de facto* rozszerzył zakres dotychczasowej ochrony inwestorów detalicznych, uznając ich za konsumentów. Wzbudziło to liczne kontrowersje wśród prawników. Perspektywa zysków nieraz skłania inwestora do świadomego podejmowania ryzykownych decyzji inwestycyjnych (prowadzących nawet do utraty całego kapitału), przed jakimi chroniono by konsumenta. Inwestor powinien przede wszystkim otrzymać rzetelne i pełne informacje o nabywanych produktach oraz zapewnienie, że te produkty są dla niego adekwatne. Jeżeli inwestora detalicznego zrównamy natomiast z konsumentem, tak jakby kupował telewizor, to nie powinniśmy mu w ogóle oferować ryzykownych instrumentów finansowych. Nie można zatem stawiać znaku równości między oszczędzaniem a inwestowaniem i za wszelką cenę chronić inwestorów przed ryzykiem inwestycyjnym, ponieważ wypacza to istotę rynku finansowego zgodnie z zasadą „im większe ryzyko tym wyższy zysk” (Wierzbowski & Róg-Dyrda, 2020). Podnoszenie wymogów regulacyjnych – wobec braku edukacji i wiedzy o rynku – i tak nie uchroni konsumentów przed błędami oraz ryzykiem

³⁸ Klienci niezależnego domu maklerskiego nie szukają w jego ofercie depozytów lecz świadomie preferują instrumenty o wyższym ryzyku inwestycyjnym.

³⁹ Zgodnie z uzasadnieniem wyroku Sądu Najwyższego, osoba fizyczna samodzielnie zarządzająca swoim majątkiem przez inwestowanie posiadanych środków (oszczędności) w instrumenty finansowe (w tym nabywanie oraz sprzedaż akcji i udziałów) w celu niezwiązanym bezpośrednio z jej działalnością gospodarczą lub zawodową jest konsumentem. Bez znaczenia dla przyznania danej osobie statusu konsumenta ma cel podjętej czynności (np. osiągnięcie zysku, pomnożenie majątku, odniesienie korzyści podatkowych, konsumpcja na emeryturze, pozostawienie majątku spadkobiercom), jak też jej zasobność i skala inwestowanych środków, a także jej kompetencje merytoryczne, doświadczenie i skala podejmowanego ryzyka inwestycyjnego.

inwestycyjnym. Ustawodawca i orzecznictwo skupiają się na próbie ochrony inwestorów detalicznych (będących osobami fizycznymi) za wszelką cenę i przerzucaniu odpowiedzialności na podmioty instytucjonalne, ponieważ silniejsza ochrona jednej strony stosunku przerzuca odpowiedzialność na drugą stronę (Wierzbowski & Róg-Dyrda, 2020).

Czasem w dyskusji na temat ochrony inwestorów pojawiają się też dość oryginalne pomysły, aby stworzyć fundusz wypłacający rekompensaty osobom inwestującym w obligacje korporacyjne, których emitenci później upadają. Ankietowani dostrzegają absurd tego typu rozwiązań opartych na pokusie nadużycia (*moral hazard*), które stoją w sprzeczności z fundamentalną zasadą ekonomii, że zysk bez ryzyka nie istnieje (Martysz & Rakowski, 2021). Upadłości emitentów obligacji korporacyjnych są statystycznie nieuniknione – to naturalne oczyszczanie się rynku finansowego z jego najsłabszych uczestników. Nawet najbardziej rygorystyczne regulacje nigdy nie wyeliminują ryzyka kredytowego, bo upadłości zawsze będą naturalnym elementem gospodarki rynkowej, którego nie da się całkowicie wyłączyć, gdyż będzie to prowadzić m.in. do pokus nadużycia i nieefektywności.

Ratingi i wsparcie analityczne rynku NPD

NPD są „tylko” instrumentem finansowym – narzędziem finansowania się emitenta, dlatego to właśnie emitent powinno podlegać badaniu ekonomiczno-finansowemu, a dopiero w dalszej kolejności warunki emitowanych przez niego papierów dłużnych. Trzeba się zatem skupić nie na instrumencie, lecz na emitencie – jego biznesie, wiarygodności, sprawozdaniu finansowym, ratingu czy opisujących go profesjonalnych raportach. Ponadto kluczem do mitygacji ryzyka zainwestowania w instrumenty upadłego emitenta, statystycznie trudnej do całkowitego wyeliminowania, jest odpowiednia dywersyfikacja portfela oraz selekcja emitentów o najniższym ryzyku kredytowym.

Istotnym wsparciem w ocenie ryzyka kredytowego są ratingi inwestycyjne⁴⁰, których na polskim rynku obligacji nadano niewiele. O ile praktyką rynkową jest przyznawanie oceny ratingowej euroobligacjom⁴¹, o tyle w przypadku emitowanych w Polsce obligacji złotych takiej praktyki już nie ma, a cały ciężar badania analitycznego spoczywa na inwestorach. Jednym z postulatów Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego jest automatyzacja znacznej części procesu przeprowadzania analiz, poszerzenie danych wejściowych w celu objęcia analizą big data, wykorzystanie współpracy z podmiotami branży Fintech oraz skupienie się analityków na bardziej jakościowych aspektach, co pozwoli poszerzyć zakres badanych spółek i zwiększy tym samym pokrycie analityczne (SRRK, 2019: 59). Upowszechnienie ratingów dla emitentów papierów dłużnych, a nawet dla poszczególnych papierów, powinno przynajmniej częściowo odciążyć procesy analityczne inwestorów, dając im narzędzie do łatwiejszej oceny ryzyka kredytowego (Tychmanowicz, 2024) lub chociaż umożliwić

⁴⁰ Jedną z najpopularniejszych skali ratingowych stosuje agencja ratingowa S&P, gdzie AAA oznacza najwyższy rating, BBB – najniższy rating inwestycyjny (*investment grade*), BB+ najwyższy rating instrumentów podwyższonego ryzyka (zwanymi potocznie „śmieciowymi”, *junk*) oraz D, czyli najniższy rating oznaczający de facto upadłość emitenta, więcej zob. Investthink (n.d.).

⁴¹ Euroobligacja to obligacja denominowana w walucie innej niż waluta kraju, w którym została wyemitowana.

preselekcję papierów do portfela. Obecnie na rating mogą sobie pozwolić jedynie najwięksi emitenci z uwagi na koszty jego wydania, które stają się racjonalne jedynie przy stosunkowo dużych wartościach emitowanych serii.

Ciekawą inicjatywą z głównego rynku giełdowego GPW jest Program Wsparcia Pokrycia Analitycznego 4.0 (PWPA), polegający na sporządzaniu przez firmy inwestycyjne finansowanych przez GPW raportów analitycznych (GPW, 2023). Celem Programu jest zwiększenie dostępności analiz dla mniej płynnych spółek i umożliwienie inwestorom podejmowanie bardziej świadomych decyzji inwestycyjnych w oparciu o wiarygodne, niezależne źródło informacji o emitencie. Warto rozważyć rozszerzenie tego programu na dłużne papiery wartościowe notowane na GPW Catalyst.

W Polsce nie ma już agencji ratingowej spoza tzw. „wielkiej trójki” (S&P, Fitch, Moody’s), która może nadawać publiczne oceny kredytowe⁴². Ostatnią taką agencją była spółka Eurorating, która w czerwcu 2024 r. utraciła zezwolenie ESMA na własny wniosek. Powodem tej decyzji były m.in. rosnące wymogi regulacyjne i koszty działania, przy jednoczesnym braku popytu na ratingi ze strony emitentów obligacji korporacyjnych (Obligacje.pl, 2024). Argumenty te sugerują konieczność finansowania działalności ratingowej przez państwo⁴³, z korzyścią zarówno dla emitentów jak i inwestorów. Jedną z takich inicjatyw był stworzony przez GPW w 2014 r. Instytut Analiz i Ratingu (IAiR), przekształcony w 2017 r. przy udziale Polskiego Funduszu Rozwoju (PFR) oraz Biura Informacji Kredytowej (BIK) w Polską Agencję Ratingową (PAR). Agencja miała zająć się gromadzeniem i udostępnianiem informacji o ryzyku kredytowym emitentów obligacji, a korzystać z niej miały małe i średnie firmy, których nie stać na zakup ocen wiarygodności kredytowej od światowych agencji wspomnianej „wielkiej trójki”. ESMA nie wpisała jednak PAR do rejestru⁴⁴ (Analizy.pl, 2019). Powodem była m.in. obawa o niską jakość wydawanych ocen wiarygodności kredytowej, co miało wynikać z niepewności co do odporności PAR na naciski polityczne (Analizy.pl, 2019). W marcu 2025 r. akcjonariusze PAR zdecydowali o jej likwidacji (Obligacje.pl, 2025b).

Inne propozycje rozwojowe rynku NPD

Zdaniem Izabeli Olszewskiej, byłej członkini zarządu GPW, polski rynek kapitałowy jako źródło finansowania spółek „tradycyjnej” ekonomii podlega dużej konkurencji ze strony banków – „kapitał w bankach jest ogromny, chętnie finansuje spółki i ubankowienie z tego punktu widzenia jest bardzo duże” (Parkiet, 2024). Potwierdzają to doświadczenia zawodowe autora, że wielu potencjalnych emitentów NPD (zwłaszcza z „ubankowionych” branż, innych niż sektor deweloperski⁴⁵), woli

⁴² Agencja ratingowa musi być zarejestrowana przez ESMA, aby mogła wydawać publiczne ratingi kredytowe w UE. Bez spełnienia tego wymogu agencja może przygotowywać jedynie prywatne oceny, które nie podlegają publikacji.

⁴³ Praktyką rynkową jest, że koszty sporządzenia ratingi ponoszą emitenci instrumentów finansowych.

⁴⁴ <https://www.esma.europa.eu/credit-rating-agencies/cra-authorisation>

⁴⁵ Pod względem wartości emisji deweloperzy są drugim sektorem po bankach na rynku publicznie notowanych papierów dłużnych (Catalyst) (Nwai, 2024). Wynika to głównie z faktu, że obligacje są dla deweloperów stosunkowo elastyczną formą finansowania w stosunku do finansowania bankowego, które opiera się bardziej na finansowaniu projektowym (tj. pod konkretną inwestycję) a nie korporacyjnym (tj. udzielanym na ogólne cele) i wymaga przeważnie zabezpieczenia. Ponadto nie wszystkie banki finansują deweloperów mieszkaniowych za pomocą tzw. otwartych rachunków powierniczych.

finansować się w banku zamiast emitować NPD. Dzieje się tak przede wszystkim z uwagi na dostępność stosunkowo taniego finansowania pochodzącego z nadpłynnego sektora bankowego, bilateralny charakter finansowania kredytowego (vs NPD)⁴⁶ oraz relatywnie szybszy proces pozyskiwania finansowania bankowego w stosunku do emisji NPD.

W ocenie autora rozwiązanie tego problemu leży bardziej po stronie popytowej aniżeli podaźowej, tzn. wzrost zainteresowania inwestorów papierami dłużnymi, także w obliczu malejących rentowności lokat i produktów inwestycyjnych oferowanych przez banki, powinien zwiększyć popyt inwestorów na instrumenty dłużne i tym samym wzmocnić presję na spadek marż nowo emitowanych obligacji⁴⁷, a to zaś powinno przyciągnąć na rynek papierów dłużnych nowych emitentów, którzy dotychczas korzystali głównie z finansowania bankowego. Ponadto większe zainteresowanie inwestorów detalicznych obligacjami pozwoli jeszcze bardziej obniżyć marże kolejnych emisji i przyciągać jeszcze więcej emitentów, ale tu jednak kluczowymi przeszkodami są długi proces emisji prospektowej oraz wspomniany już „bezpiecznik” w postaci MIFID II i rekomendacji KNF, zniechęcający banki do promowania NPD wśród klientów swoich biur maklerskich (w ramach jednej grupy kapitałowej), a to otwiera możliwości niebankowym domom maklerskim.

Innym ważnym czynnikiem hamującym potencjalnych nowych emitentów obligacji są obowiązki informacyjne dla emitentów notowanych obligacji, w szczególności raportowanie zgodnie z Rozporządzeniem MAR⁴⁸. Wyzwaniem jest także konieczność wdrożenia standardów korporacyjnych odpowiednich dla spółek publicznych. Od tych wymogów trudno jednak uciec tym bardziej, że dla wielu inwestorów instytucjonalnych notowanie papieru jest warunkiem koniecznym – m.in. ze względu na większą transparentność emitenta i publiczny dostęp do wielu danych o spółce, możliwość wyceny papieru na rynku wtórnym oraz z uwagi na ograniczoną możliwość inwestowania w nienotowane papiery (wymuszone przepisami prawa, statutem funduszu lub jego wewnętrzną polityką inwestycyjną).

Ponadto stymulowanie rynku kapitałowego powinno odbywać się m.in. poprzez zachęty fiskalne⁴⁹ (Parkiet, 2024). Co ciekawe, SRRK zawiera postulaty zachęt podatkowych dla inwestorów takich jak (i) kompensacja zysków kapitałowych i strat⁵⁰, (ii) obniżenie opodatkowania dywidendy⁵¹

⁴⁶ Potencjalni emitenci podkreślają, że negocjowanie warunków finansowania bankowego (a szczególnie jego ew. późniejszej zmiany) jest łatwiejsze niż strukturyzacja i rozliczenie emisji obligacji (oraz ewentualne zmiany tych warunków emisji), mimo iż teoretycznie obligacje dają możliwość dowolnego kształtowania warunków emisji a także unikanie zabezpieczeń typowych dla finansowania bankowego (np. cesja z rachunków, hipoteka, weksle itp.), co jednak wiąże się z wyższą marżą obligacji w stosunku do kredytów bankowych.

⁴⁷ Rosnący popyt inwestorów prowadzi do redukcji zapisów w kolejnych emisjach oraz spadku rentowności obligacji na rynku wtórnym, a to skłoni emitentów do dalszego obniżania maksymalnej akceptowanej marży papierów, zwiększając atrakcyjność finansowania obligacyjnego w stosunku do finansowania bankowego.

⁴⁸ Chodzi w szczególności o podawanie informacji poufnych do wiadomości publicznej (MAR, art. 17) oraz raportowanie transakcji wykonywanych przez osoby pełniące obowiązki zarządcze (MAR, art. 19).

⁴⁹ W Ogólnopolskim Badaniu Inwestorów 2023 ankietowani jako drugą największą słabość rynku kapitałowego (46,1%) wskazywali właśnie podatek od zysków kapitałowych (SII, 2023a).

⁵⁰ Chodzi o możliwość rocznego rozliczania dochodów i strat z inwestycji w fundusze kapitałowe łącznie z dochodami i stratami w inne inwestycje kapitałowe. Obecnie taka możliwość nie dotyczy papierów dłużnych, gdzie podatek jest potrącany automatycznie przy wypłacie odsetek.

⁵¹ Chodzi o obniżenie podatku od dywidendy z 19 do 9% dla zysków od inwestycji kapitałowych utrzymywanych przez okres dłuższy niż 36 miesięcy, jednak postulat ten można byłoby rozszerzyć na podatek z pożytków od obligacji utrzymywanych na rachunku przez pewien czas (np. 3 lata).

oraz (iii) zmiana sposobu opodatkowania odsetek od obligacji⁵², jednak tylko ostatni z nich dotyczył obligacji i ostatecznie wszedł w życie od początku 2024 r., likwidująca niesprawiedliwie wysoką wartość podatku w stosunku do czasu posiadania papieru⁵³ (Migras & Sobieski, 2023). Jednoczesne wprowadzenie zachęt podatkowych dla emitentów obligacji (np. zwiększając efekt tarczy podatkowej) nie wydaje się jednak złym pomysłem, tym bardziej, że niektóre banki organizujące emisje obligacji również kupują takie papiery na swoje książki, więc mogłyby aktywnie wspierać potencjalnych emitentów w „przesunięciu” się z rynku kredytowego na rynek obligacyjny, nie ponosząc przy tym istotnych strat wynikających z utraty aktywów (brak udzielanych kredytów).

W związku z reformą podatkową zwaną "Polskim Ładem", od 1 stycznia 2023 r. zaczęły obowiązywać nowe przepisy, które przerzuciły z instytucji finansowych na inwestorów obowiązek zapłaty podatku od odsetek wypłacanych przez niektóre typy obligacji i listów zastawnych. W związku z niejasnościami, Biuro Maklerskie Alior Banku zwróciło się do Krajowej Informacji Podatkowej („KIP”) o interpretację tych przepisów. Odpowiedź dyrektora KIP wywołała zamieszanie na rynku obligacji, a część brokerów zaprzestała w połowie 2023 r. pobierać zryczałtowanego podatku dochodowego od pożytków z wybranych papierów dłużnych⁵⁴, wymuszając na inwestorach samodzielne rozliczenie tych dochodów z organem podatkowym. Ostatecznie, w związku z kolejnymi zmianami w prawie podatkowym, od 2024 r. rozliczenia podatkowe z tytułu odsetek i dyskonta z obligacji będą odbywać się tak jak przed 2023 r. (SII, 2023b), ale część inwestorów będzie musiała samodzielnie rozliczyć podatek za 2023 r.

30 września 2024 r. na GPW zorganizowano debatę z okazji 15-lecia uruchomienia giełdowego systemu obrotu obligacjami Catalyst. Jej uczestnicy wskazywali głównie na takie problemy jak wspomniana już konieczność upowszechnienia ratingów, przyspieszenie rejestracji NPD w KDPW⁵⁵, skrócenie czasu akceptacji prospektu emisyjnego przez KNF, standaryzacja dokumentacji emisyjnej (głównie pod kątem inwestorów drobnych i zagranicznych)⁵⁶ a także zwiększenie płynności rynku w drodze animacji (Zatoński, 2024; Tychmanowicz, 2024).

⁵² Chodzi o zmianę obowiązującego sposobu opodatkowania odsetek od obligacji w sposób, który zapewni analogiczny poziom opodatkowania niezależnie od tego, czy inwestor nabywa obligacje na rynku pierwotnym czy wtórnym.

⁵³ Obecnie wartość odsetek zapłaconych przy nabyciu papieru dłużnego będzie pomniejszała podstawę opodatkowania z tytułu wykupu. Oznacza to, że wraz z wykupem obligacji przez emitenta (zapadalnością), przy ustalaniu dochodu będą już uwzględnione wydatki na nabycie obligacji, dzięki czemu dochód będzie pomniejszany o odsetki zapłacone przy zakupie na rynku wtórnym. Jest to rozwiązanie niesprawiedliwej sytuacji, widocznej szczególnie tuż przed płatnością kolejnego kuponu odsetkowego, w której inwestor nabywając obligacje na rynku wtórnym najpierw (w ramach zapłaty ceny brudnej) płaci sprzedającemu wartość już narosłych odsetek (od dnia ostatniej wypłaty kuponu) a następnie (przy najbliższej wypłacie kuponu) jest mu zabierany podatek za cały okres odsetkowy (czyli także za okres, w którym inwestor nie miał papieru i nie czerpał z niego korzyści).

⁵⁴ W przypadku NPD chodziło o papiery o min. rocznym terminie wykupu, które dopuszczono do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzono do alternatywnego systemu obrotu, i które wyemitowano po 31.12.2018.

⁵⁵ Chodzi o skrócenie ok. 2 tygodniowego okresu między zamknięciem książki popytu a rozliczeniem emisji i rejestracją NPD w KDPW w trybie DvP, co według uczestników debaty powinno trwać 3 dni (Zatoński, 2024).

⁵⁶ Referowano tu do europejskiego standardu emisji EMTN, który oznacza emisję NPD w przeciągu kilku dni od oficjalnego rozpoczęcia oferowania papierów. Tymczasem w Polsce poszczególni organizatorzy emisji papierów dłużnych mają swoje własne formaty dokumentów, a w dodatku wielu emitentów negocjuje indywidualne zapisy w WEO. Zrozumienie niewystandaryzowanej dokumentacji emisyjnej wymaga od inwestorów (szczególnie zagranicznych, przyzwyczajonych do standardu EMTN) większej uwagi.

Cechy rynku obligacji a płynność obrotu

Korzystne dla rozwoju rynku NPD, szczególnie z punktu widzenia inwestorów indywidualnych, mogłoby być zwiększenie płynności obrotu poprzez upowszechnienie animacji⁵⁷. Rynek obligacji nigdy nie będzie tak płynny jak rynek akcji, co wynika ze specyficznych cech obligacji jako instrumentu finansowego. Po pierwsze, spółka publiczna może mieć kilka serii akcji, które po wprowadzeniu do notowań mają wspólny kod ISIN i nie zapadają (tak jak obligacje). Spółka może jednak wyemitować nawet kilkanaście serii obligacji różniących się choćby terminem zapadalności czy wysokością kuponu⁵⁸, które zwykle są notowane oddzielnie⁵⁹. Po drugie, obligacje mają określone z góry zasady wypłaty pożytków (np. odsetek)⁶⁰, co częściej (niż w przypadku akcji) skłania inwestorów do trzymania ich w portfelu nawet do zapadalności (na zasadzie „buy&hold”). Po trzecie, w Polsce na dzień 30.06.2024 r. (według nominału) 34,2% rynku NPD (a core-NPD aż 76,9% – tabela 5) miało zmienne oprocentowanie, co samo w sobie zmniejsza (choć nie całkowicie) możliwości zarabiania na zmianach stóp procentowych, dodatkowo obniżając motywację inwestorów do obracania NPD i stymulowania płynności obrotu.

Akcjami z natury handluje się zatem częściej, ponieważ tam głównym źródłem dochodu (pomijając dywidendy) jest zmienność cen (kursów). Dużo wyższa liczba serii obligacji o niższym łącznym nominale (per seria) warunkuje zatem z definicji niższą płynność obrotu (w stosunku do rynku akcji), a uwzględniając fakt, że nominalnie tylko połowa NPD jest publicznie notowana, to dominującą formą handlu (tak w Polsce jak i na świecie) są transakcje pozagiełdowe (OTC), zawierane za pośrednictwem brokerów wyszukujących konkretnych papierów. Z punktu widzenia inwestora detalicznego, największą płynność obrotu mają zaś detaliczne emisje prospektowe, charakteryzujące się dużym rozdrobnieniem obligatariuszy – outstanding tych NPD na dzień 30.06.2024 wyniósł niecałe 3,8 mld zł, tj. zaledwie 2,4% całego rynku NPD (bez BGK, PFR i EBI).

Podsumowując można stwierdzić, że choć NPD nigdy nie będą tak płynnym instrumentem jak akcje, to płynność ich obrotu rośnie wraz ze wzrostem łącznego nominału danej serii oraz wzrostem liczby obligatariuszy (szczególnie detalicznych). Tymczasem eliminowanie z rynku inwestorów detalicznych (szczególnie w imię ich ochrony przed potencjalnym missellingiem) przynosi kompletnie odwrotny skutek.

⁵⁷ Koszt takiej animacji mógłby być dofinansowywany ze środków GPW lub środków publicznych, aby odciążyć finansowo emitentów i zachęcić ich do emisji nowych serii.

⁵⁸ Przykładowo, na 30.06.2024 na rynku regulowanym GPW były notowane akcje 414 emitentów (czyli de facto ponad 400 instrumentów per se) o łącznej kapitalizacji 1.492 mld zł, tymczasem łączny nominal wszystkich NPD wyniósł niecałe 459 mld zł, lecz dzielone na aż 8.526 serii.

⁵⁹ W przypadku nieodległych czasowo emisji w praktyce rynkowej dąży się do tego, aby obie takie serie miały takie same warunki emisji, dzięki czemu będzie je można zasymilować pod tym samym kodem ISIN i de facto notować jako jedną serię. Dzięki temu takie obligacje będą mieć potencjalnie wyższą płynność, niż gdyby były notowane jako dwie osobne serie.

⁶⁰ Obligacje należą do instrumentów generujących dochód na bazie pewnej stopy proc. (*fixed income*).

Edukacja sposobem ochrony inwestorów

Najprostszą receptą na popularyzację i wspieranie rynku NPD, w tym także na unikanie nietrafionych inwestycji, wydaje się jednak edukacja. Przykładem jest kampania UOKiK z września 2021 r. pt. „Policz i nie przelicz się!”, którą można streścić w czterech słowach: czytaj, pytaj, analizuj i dostrzegaj ryzyko (UOKiK, 2021). W misję uświadamiania inwestorów o ryzyku obligacji korporacyjnych wpisuje się także poradnik Rzecznika Finansowego z października 2023 r. pt. „Inwestycje w obligacje nie zawsze bezpieczne” (Rzecznik Finansowy, 2023). Paradoksalnie należy jednak dodać, że jednym z powodów, dla których tak wiele osób fizycznych padło ofiarą missellingu obligacyjnego, była nieaktualna edukacja finansowa. Pokutują tu zbyt daleko idące historyczne uproszczenia, że obligacje są bezpieczniejsze od akcji, oraz że obligacje to w zasadzie jednorodna grupa instrumentów (bez podziału na papiery skarbowe i nieskarbowe).

Warto także podkreślić, że możliwe jest inwestowanie w papiery dłużne pośrednio, nabywając jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych, a w Polsce dominują fundusze inwestujące głównie w papiery dłużne! „Pośrednictwo” funduszu wymusza systemową dywersyfikację ryzyka, choć zwykle kosztem niższej stopy zwrotu niż inwestując w obligacje bezpośrednio, wszak zarządzanie funduszem też kosztuje.

Zaostrzenie prawa obligacji nigdy nie wyeliminuje ryzyka inwestycyjnego, szczególnie zaś ryzyka kredytowego, czyli upadłości emitentów obligacji, bo one zawsze będą naturalnym elementem gospodarki rynkowej, a zysk bez ryzyka nie istnieje. Zaostrzenie przepisów nie wyeliminuje też nieuczciwych emitentów, wszak ci mogą próbować oszukać inwestorów za pomocą innych instrumentów, takich jak akcje, weksle czy pożyczki. Inwestor zawsze musi polegać na racjonalnym podejściu do inwestowania oraz na analizie ekonomiczno-finansowej.

Podsumowanie

Wartość nominalna polskiego rynku nieskarbowych papierów dłużnych (NPD) to 454,2 mld zł, jednak bez quasi-skarbowych papierów BGK, PFR i EBI jest to 157,6 mld zł, z czego nominalnie jedynie 49,4% papierów jest notowanych na publicznym rynku Catalyst (w ASO lub na rynku regulowanym, RR). W latach 2017–2024 istotnie zaostrzono prawo rynku NPD (synteza w tabeli 7) w celu ochrony przed missellingiem inwestorów detalicznych, których realny udział w rynku pierwotnym NPD (a nawet core-NPD) jest stosunkowo niewielki i wynosi ok. 2,4%.

Tabela 7*Wybrane zmiany prawa rynku nieskarbowych papierów dłużnych (NPD) w latach 2017–2024*

Data	Dokument	Najważniejsze informacje
27.10.2017	Komunikat KNF (KNF, 2017)	Wartość nominalna (1 sztuki) obligacji podporządkowanej banku ma wynosić min. 400 000 zł
03.01.2018	Dyrektywa MIFID II (2014/65/UE) – początek obowiązywania	- Nowe zasady badania wiedzy inwestorów oraz ich przydziału do grupy docelowej (przed oferowaniem) - Obowiązek monitorowania sytuacji kredytowej emitentów przez dystrybutorów tych papierów
29.05.2018	Komunikat KNF (KNF, 2018)	Banki nie powinny proaktywnie oferować obligacji korporacyjnych inwestorom indywidualnym dysponującym aktywami do 100 tys. euro
09.11.2018	Ustawa o zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru nad rynkiem finansowym oraz ochrony inwestorów na tym rynku (Dz.U. 2018, poz. 2243)	- Od 01.07.2019 r. obowiązkowa rejestracja papierów dłużnych w KDPW - Obowiązkowe emisje za pośrednictwem agenta emisji (nowa funkcja) albo w trybie DvP po formalnym dopuszczeniu/wprowadzeniu obligacji do obrotu - Likwidacja obligacji materialnych - Powstaje publiczny Rejestr Zobowiązań Obligacji (RZE) – baza wszystkich emisji papierów dłużnych - Do 31.03.2020 obowiązek zaraportowania do RZE obligacji zarejestrowanych poza KDPW
18.07.2019	Wyrok Sądu Najwyższego (CSK 587/17)	Inwestorzy giełdowi będący osobami fizycznymi zostają przez Sąd Najwyższy uznani za konsumentów
21.07.2019	Rozporządzenie Prospektowe (UE 2017/1129) – początek obowiązywania	- Nowa definicja oferty publicznej (>2 inwestorów) - Nowe zasady oferowania papierów dłużnych (w tym wyjątki od obowiązku publikacji prospektu emisyjnego lub memorandum informacyjnego)
16.10.2019	Ustawa o zmianie ustawy o ofercie publicznej (...) oraz niektórych innych ustaw, obowiązująca od 30.11.2019 (Dz.U. 2019, poz. 2217)	Ograniczenie do 149 rocznie liczby inwestorów niekwalifikowanych, którym oferuje się papiery wartościowe bez publikacji memorandum informacyjnego oraz umożliwienie obrotu papierami dłużnymi, które nie zostały spłacone zgodnie z warunkami emisji
16.08.2023	Ustawa zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku, obowiązująca od 29.09.2023 (Dz.U. 2023, poz. 1723)	- Obligacje niepubliczne oferowane inwestorom detalicznym muszą mieć nominalną min. 40 tys. euro (lub równ. w zł) - Rozszerzone raportowanie emitentów w zakresie zadłużenia oraz prognoz finansowych - Obowiązek publikacji na stronie internetowej i deponowania u agenta dokumentacyjnego sprawozdań finansowych emitentów, których papiery nie są publiczne

26.05.2023	Ustawa o zmianie ustawy o podatku od towarów i usług oraz niektórych innych ustaw (Dz.U.2023, poz. 1059)	• Od 2024 r. inwestor nie będzie płacił "podatku Belki" za okres, za który realnie nie otrzymał odsetek
22.05.2024	Rozporządzenie Ministra Finansów w sprawie dodatkowych informacji przekazywanych KDPW przed zawarciem umowy, której przedmiotem jest rejestracja papierów wartościowych (Dz.U. 2024, poz. 472)	• Obowiązek przekazywania do KDPW (przy rejestracji papierów) informacji dotyczących m.in. liczby oferowanych papierów, trybu oferowania, okresu subskrypcji, docelowego rynku notowań oraz daty zatwierdzenia prospektu

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KDPW.

Zaostrzone warunki bezprospektowego oferowania NPD (tj. oferowania bez publikacji odpowiedniego dokumentu informacyjnego i bez interakcji z KNF) wydają się skutecznie ograniczać ryzyko missellingu NPD do osób fizycznych, które dotychczas materializowało się chociażby w formie niewielkich emisji niepublicznych przedsiębiorstw, oferowanych przez nieformalnych współpracowników firm inwestycyjnych. Urząd KNF uzyskał dodatkowe narzędzia do weryfikacji ofert bezprospektowych, a jego retoryka sugeruje, aby wszelkie emisje NPD kierowane do inwestorów indywidualnych były poprzedzone publikacją prospektu emisyjnego – czyli dokumentu, który przynajmniej w teorii pozwoli inwestorom zapoznać się z emitentem oraz czynnikami ryzyka związanymi z jego biznesem, branżą czy samą charakterystyką NPD jako instrumentu finansowego. Z drugiej strony proces przygotowania prospektu i jego weryfikacji przez KNF (dokument jest ważny tylko rok) jest niestety czasochłonny, co jest jednym z istotniejszych problemów rozwoju rynku kapitałowego w Polsce.

Zmiany prawa rynku NPD w latach 2017–2024 poprawiły przejrzystość tego rynku, dostarczając jego uczestnikom dostęp do istotnych informacji i narzędzi oceny ryzyka inwestycji w NPD. Niestety wielu inwestorów (szczególnie detalicznych) i tak nie wykorzysta tych narzędzi z powodu fundamentalnych braków wiedzy ekonomicznej. Wyzwaniem dla rynku NPD pozostają zatem nie tylko nowe regulacje, które wydają się częściowo hamować rozwój rynku (w imię ochrony niewielkiej części jego uczestników), lecz także m.in. brak edukacji finansowej, niechęć nowych emitentów do wejścia na rynek obligacji, niedostateczne pokrycie analityczne emitentów, niewystandaryzowana dokumentacja emisyjna (wydłużająca czas emisji NPD i zrażająca część inwestorów) oraz brak animacji i płynności rynku wtórnego, szczególnie z punktu widzenia inwestorów detalicznych.

Wsparciem dla rynku NPD mogłyby być oceny ratingowe, przygotowywane przez niezależne instytucje ratingowe i opłacane przez państwo (nie przez emitentów). Pomysły warte rozważenia koncentrują się także wokół zachęt podatkowych i dla inwestorów papierów dłużnych, ale również dla

potencjalnych emitentów, dla których to obligacje są dziś mało atrakcyjnym źródłem finansowania – głównie ze względu na dużą dostępność finansowania bankowego. Choć upowszechnienie animacji pozwoliłoby zwiększyć płynność obrotu i uatrakcyjnić platformę Catalyst, szczególnie z punktu widzenia inwestorów indywidualnych, to jednak rynek obligacji nigdy nie stanie się tak płynny jak rynek akcji, bo za tym przemawiają specyficzne cechy obligacji jako instrumentu finansowego.

Deklaracja Autora

Autor zgłasza brak konfliktu interesów.

Bibliografia

- Analizy.pl. (2019). *Polska Agencja Ratingowa bez rejestracji*. <https://www.analizy.pl/tylko-u-nas/24188/polska-agencja-ratingowa-bez-rejestracji>
- Analizy.pl. (2024, czerwiec). *Aktywa funduszy inwestycyjnych*. <https://www.analizy.pl/raporty/35342/aktywa-funduszy-inwestycyjnych-czerwiec-2024>
- Dyrektywa 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE. Dz.Urz. UE L 173, 349.
- EY. (2023). *Warzywniak*. https://www.ey.com/pl_pl/law/warzywniak-istotne-zmiany-dla-instytucji-finansowych
- Gazeta Giełdy i Inwestorów „Parkiet”. (2024, 20 lutego). Rynek kapitałowy potrzebuje odgórnego wsparcia. *Parkiet*. <https://www.parkiet.com/30-urodziny-parkietu/art39868281-rynek-kapitalowy-potrzebuje-odgornego-wsparcia>
- GPW Catalyst. (n.d.). *Emitenci obligacji – dokumenty firmy*. <https://gpcatalyst.pl/emiteni-obligacji-dokumenty-firmy>
- GPW. (2023). *Lista uczestników Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 4.0*. https://www.gpw.pl/aktualnosc?cmn_id=114054&title=Lista+uczestnik%C3%B3w+Programu+Wsparcia+Pokrycia+Analitycznego+4.0
- Investthink. (n.d.). *Czy da się uniknąć bankructw emitentów obligacji korporacyjnych?* <https://investthink.org/czy-da-sie-uniknac-bankructw-emitentow-obligacji-korporacyjnych/>
- KDPW [Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych]. (n.d.). *Regulamin KDPW*. <https://www.kdpw.pl/pl/regulaminy-uslug/regulamin-kdpw/2.html>
- KNF (Komisja Nadzoru Finansowego). (2018). *Komunikat KNF z 29 maja 2018 r. w sprawie oferowania obligacji*. https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat_KNF_ws_oferowania_obligacji_61922.pdf
- KNF [Komisja Nadzoru Finansowego]. (2017). *Komunikat KNF z 24 października 2017 r. w sprawie rekomendacji podwyższenia wartości nominalnej obligacji podporządkowanej do kwoty co*

najmniej 400 000 zł.

https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat_KNF_ws_obligacji_podporządkowan_ej_24_10_2017_59811.pdf

Kozińska, M. (2023). Senior Non-Preferred Bonds as an instrument to meet the MREL requirement.

Journal of Finance and Financial Law, 2, 145–167. <https://doi.org/10.18778/2391-6478.S2.2023.07>

Królikowska, A., & Martysz, C. B. (2023). *Nieprawidłowości i nadużycia na rynku funduszy inwestycyjnych*. SGH.

Martysz, C. B. (2020). Polski rynek obligacji nieskarbowych – nowe zasady rejestracji obligacji oraz analiza rejestru zobowiązań emitentów. *Finanse i Prawo Finansowe*, 3(27), 91–107.

<https://doi.org/10.18778/2391-6478.S.2021.06>

Martysz, C. B., & Rakowski, J. P. (2021). Misselling consumer awareness study – Circumstances surrounding the occurrence of misselling. *International Journal of Management and Economics*, 57(2), 121–137. <https://doi.org/10.2478/ijme-2021-0007>

Martysz, C. B., Dąbrowski, M., & Kocel, A. (2022). Wpływ Dyrektywy MIFID II na dystrybucję instrumentów finansowych w Polsce. *Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów*, 185.

<http://dx.doi.org/10.33119/SIP.2022.185.3>

Migras, K., & Sobieski, J. (2023, 7 sierpnia). Nabywcy obligacji zapłacą mniej fiskusowi.

Rzeczpospolita. <https://pro.rp.pl/podatki-ksiegowosc-i-rachunkowosc/art38907341-nabywcy-obligacji-zaplaca-mniej-fiskusowi>

Money.pl. (2023). *Spór o miliony: Klienci Getin Noble Bank żądają zwrotu pieniędzy i kierują sprawę do UOKiK*. <https://www.money.pl/banki/spor-o-miliony-klienci-getin-noble-bank-zadaja-zwrotu-pieniedzy-i-kieruja-sprawe-do-uokik-6854141604592192a.html>

NWAI. (2024, 23 lipca). *Komentarz rynku Catalyst*.

https://nwai.pl/uploaded_files/17217280691000_miesiecznik-czerwiec-1.pdf

Obligacje.pl. (2024). *EuroRating kończy z publicznymi ratingami*. <https://obligacje.pl/pl/a/eurorating-konczy-z-publicznymi-ratingami>

Obligacje.pl. (2025a). *Ranking oferujących obligacje w 2024 roku*. <https://obligacje.pl/pl/a/ranking-oferujacych-obligacje-w-2024-roku>

Obligacje.pl. (2025b). *Polska Agencja Ratingowa idzie do likwidacji*. <https://obligacje.pl/pl/a/polska-agencja-ratingowa-idzie-do-likwidacji>

RGI. (n.d.). <https://rgi.kdpw.pl/>

Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 22 marca 2024 r. w sprawie dodatkowych informacji przekazywanych Krajowemu Depozytowi Papierów Wartościowych S.A. przed zawarciem umowy, której przedmiotem jest rejestracja papierów wartościowych, Dz.U. 2024, poz. 472.

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów

- wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE. Dalej jako „Rozporządzenie Prospektowe”, Dz.U. L 168 z 30.06.2017, 12.
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku, skrót „MAR”, Dz.U. UE L 173/1.
- RZE. (n.d.). <https://data.kdpw.pl/oth/rze/info/> lub <https://rze.info/>
- Rzecznik Finansowy. (2023). *Inwestycje w obligacje nie zawsze bezpieczne*. <https://rf.gov.pl/wp-content/uploads/2023/10/Poradnik-Rzecznika-Finansowego.-Inwestycje-w-obligacje-nie-zawsze-bezpieczne.pdf>
- SII [Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych]. (2023a). *Ogólnopolskie Badanie Inwestorów (OBI)*. <https://www.sii.org.pl/static/img/016878/obi2023-prezentacja.pdf>
- SII [Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych]. (2023b). *Podatek od odsetek od obligacji po nowemu. „Kolejny granat wrzucony na rynek”*. <https://www.sii.org.pl/16422/analizy/newsroom/podatek-od-odsetek-od-obligacji-po-nowemu-kolejny-granat-wrzucony-na-rynek.html>
- SRRK [Strategia Rozwoju Rynku Kapitałowego]. (2019). Uchwała nr 114 Rady Ministrów z dnia 1 października 2019 r. w sprawie przyjęcia Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego, *Monitor Polski*, 2019(1027). <https://www.gov.pl/web/finanse/strategia-rozwoju-ryнку-kapitałowego>
- Szweda, E. (2018). *Obligacje firm już tylko dla zainteresowanych*. <https://michaelstrom.pl/publikacje/Obligacje-firm-juz-tylko-dla-zainteresowanych>
- Szweda, E. (2024, 22 czerwca). Udań półrocze na rynku emisji obligacji, ale mogło być lepsze. *Gazeta Giełdy i Inwestorów „Parkiet”*. <https://www.parkiet.com/obligacje/art40685421-udane-polrocze-na-rynku-emisji-obligacji-ale-moglo-byc-lepsze>
- Tychmanowicz, P. (2024, 1 października). Warszawska giełda chciałaby wypolerować obligacyjny kryształ. *Gazeta Giełdy i Inwestorów „Parkiet”*. <https://www.parkiet.com/obligacje/art41224211-warszawska-gielda-chcialaby-wypolerowac-obligacyjny-krysztal>
- UKNF [Urząd Komisji Nadzoru Finansowego]. (2019). *Komunikat Urzędu KNF z 26 września 2019 r. w sprawie inwestycji alternatywnych w nieruchomości. Przed ryzykiem związanym z inwestowaniem w „condohotele” w swoim komunikacie ostrzega także UOKiK*. https://www.knf.gov.pl/o_nas/komunikaty?articleId=67218&p_id=18
- UOKiK. (2021). *Akcje i obligacje - policz i nie przelicz się*. https://archiwum.uokik.gov.pl/aktualnosci.php?news_id=17805
- Ustawa z dnia 14 grudnia 2017 r. o zmianie ustawy o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej oraz niektórych innych ustaw, Dz.U. 2018, poz. 8.
- Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach, Dz.U. 2024, poz. 708.

- Ustawa z dnia 16 października 2019 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw, Dz.U. 2019, poz. 2217.
- Ustawa z dnia 16 sierpnia 2023 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku, dalej jako „Warzywniak”, Dz.U. 2023, poz. 1723.
- Ustawa z dnia 26 maja 2023 r. o zmianie ustawy o podatku od towarów i usług oraz niektórych innych ustaw, Dz.U.2023, poz. 1059.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, dalej jako „Ustawa o obrocie”, Dz.U. 2024, poz. 722.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, dalej jako „Ustawa o ofercie”, Dz.U. 2024, poz. 620.
- Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, Dz.U. 2023, poz. 120.
- Ustawa z dnia 9 listopada 2018 r. o zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru nad rynkiem finansowym oraz ochrony inwestorów na tym rynku, Dz.U. 2018, poz. 2243.
- Wierzbowski, M., & Róg-Dyrda, J. (2020, 28 października). Model ochrony konsumenta na rynku finansowym. *Gazeta Giełdy i Inwestorów „Parkiet”*.
<https://www.parkiet.com/felietony/art19726121-model-ochrony-konsumenta-na-ryнку-finansowym>
- Wyrok Sądu Najwyższego z 18 lipca 2019 r., sygn. akt I CSK 587/17.
- Zatoński, K. (2024, 1 października). Na Catalyst wiele jest jeszcze do zrobienia. *Puls Biznesu*.
<https://www.pb.pl/na-catalyst-wiele-jest-jeszcze-do-zrobienia-1226791>

POLSKI RYNEK OBLIGACJI NIESKARBOWYCH – KLUCZOWE STATYSTYKI, ZMIANY PRAWA I WYZWANIA ROZWOJOWE

STRESZCZENIE

Cel artykułu. Artykuł ma na celu przedstawienie kluczowych statystyk polskiego rynku nieskarbowych papierów dłużnych, ukazanie istoty zaostżenia regulacji prawnych oraz ich wpływu na rozwój rynku, a także wskazanie problemów rozwojowych rynku oraz propozycji *de lege ferenda*, pozwalających w dłuższym horyzoncie poprawić jego atrakcyjność dla inwestorów i emitentów.

Metodyka. Artykuł nawiązuje do poprzedniej publikacji autora z 2020 r. i ma unikalny charakter, ponieważ ukazuje rynek nieskarbowych papierów dłużnych w sposób przekrojowy w oparciu o analizę aktów prawnych i publikacji prasowych, najnowsze i częściowo niepubliczne statystyki KDPW oraz praktykę rynkową autora.

Wyniki badania. Wartość nominalna polskiego rynku obligacji nieskarbowych to 454,2 mld zł, jednak bez quasi-skarbowych papierów BGK, PFR i EBI jest to 157,6 mld zł, z czego jedynie 49,4% papierów jest notowanych na rynku Catalyst, który w tym roku obchodzi swoje 15-lecie. W latach 2017–2024 istotnie zaostżono prawo obligacji w celu ochrony przed missellingiem inwestorów detalicznych, których realny udział w rynku pierwotnym jest niewielki. Nowe prawo wzbudza wiele wątpliwości i komplikuje proces emisji rodząc pytania o to, czy w ostatecznym rozrachunku pomoże czy zaszkodzi rozwojowi rynku. Wielu inwestorów detalicznych nie

wykorzysta poprawy przejrzystości rynku i dostępu do nowych informacji z powodu braku wiedzy ekonomicznej. Oprócz nowych regulacji, wyzwaniem dla rynku nieskarbowych papierów dłużnych pozostają także m.in. brak edukacji finansowej, niechęć nowych emitentów do wejścia na rynek obligacji, brak ratingów i niedostateczne pokrycie analityczne emitentów, brak standaryzacji dokumentacji oraz brak animacji i płynności rynku wtórnego.

Słowa kluczowe: obligacje, obligacje nieskarbowe, papiery dłużne, regulacje, ochrona inwestorów, rynek kapitałowy, Catalyst.

Kody JEL: D18, G23, O16, K22.

Received: 04.01.2025

Accepted: 25.03.2025

Available online: 31.03.2025