

Warszawa 2018-09-13

Glosa dotycząca proponowanych zmian rynku obligacji nieskarbowych

1. Obrót obligacjami po *defaultie*

Dzisiejszy stan prawny (od momentu wejścia w życie Ustawy o obligacjach z 2015r), w odniesieniu do obligacji niemających postaci dokumentu, pozostających w rejestrach zarówno KDPW jak i firm inwestycyjnych oraz banków prowadzących ewidencję obligacji, uniemożliwia obrót obligacjami po ich *defaultie*. *Default* obligacji, w najprostszej definicji, oznacza brak spłaty kapitału przez emitenta, w dacie określonej w Warunkach Emisji. Inwestorzy posiadający *zdefaultowane* obligacje w praktyce skazani są na uczestnictwo w postępowaniach restrukturyzacyjnych bądź upadłościowych, które ze względu na swą odmienną od samego procesu inwestycji w obligacje naturę, nie są prowadzone przez finansistów, a najczęściej wyspecjalizowanych prawników. Ten stan rzeczy rodzi dwa problemy: po pierwsze, na dzień dzisiejszy wszyscy inwestorzy są pozbawieni wyboru pomiędzy uczestnictwem w postępowaniu restrukturyzacyjnym, a sprzedażą problematycznej obligacji (w takiej sytuacji po niższej niż emisyjna cenie). Po drugie praktycznie wszyscy inwestorzy indywidualni, ale również część inwestorów instytucjonalnych, nie są przygotowani lub chętni do uczestnictwa w postępowaniu restrukturyzacyjnym, ze względu na inne kompetencje, cele i zasoby niezbędne do uczestnictwa w takim procesie. Czym innym jest bowiem ocena atrakcyjności oferty obligacji przez Inwestora w momencie podejmowania decyzji o inwestycji (ocena ryzyka kredytowego, odniesienie parametrów emisji do konkurencyjnych ofert, ocena ew. płynności takiej inwestycji na rynku wtórnym, itd.), a czym innym jest opracowanie możliwych scenariuszy postępowania restrukturyzacyjnego, szacunek wartości w czasie praw z obligacji czy ocena prawdopodobieństwa ważonego czasem odzyskania jakiegokolwiek wartości w postępowaniu restrukturyzacyjnym lub upadłościowym – tzw. *Recovery Value* - RV. Otóż do prawidłowej oceny RV niezbędna jest rozległa wiedza z zakresu teorii i praktyki prawa obligacji, prawa spółek handlowych, a także, a może przede wszystkim prawa upadłościowego. Proces restrukturyzacji to, w uproszczeniu negocjacje i działania podejmowane przez wierzycieli i organy Spółki, której obligacje *zdefaultowały*. W praktyce, poza wymienionymi już kompetencjami, potrzebna jest również decyzyjność po stronie wierzycieli, jak i czas na prowadzenie takiego postępowania. Dzisiaj – w przypadku *defaultu* obligacji, które mają więcej niż jednego inwestora – prowadzenie efektywnych negocjacji, czy nawet korzystanie z podstawowych praw wierzycieli jest utrudnione ze względu właśnie na asymetrię kompetencyjną i brak decyzyjności wśród inwestorów. Dodatkowo, udział w takim postępowaniu nieprzygotowanych podmiotów (osoby fizyczne, mniej wyspecjalizowane podmioty profesjonalne) paraliżuje takie postępowanie i obniża szanse na odzyskanie jakiegokolwiek kwoty z upadłych obligacji.

Charakterystyczną cechą rynków rozwiniętych jest umożliwienie działalności podmiotom, które specjalizując się w postępowaniach upadłościowych i robiąc to zawodowo, są w stanie nie tylko wyznaczyć właściwą cenę *zdefaultowanej* obligacji, ale również ją nabyć od wierzycieli i poprowadzić postępowanie we własnym imieniu. Nie szukając zresztą daleko; w odniesieniu do wszelkich innych problematycznych wierzytelności (umownych, cywilnych, kredytowych, itd.) ten proces funkcjonuje w Polsce sprawnie, a spółki nabywające przeterminowane wierzytelności konkurują ze sobą i umożliwiają

pozbycie się problematycznych wierzytelności bankom, firmom usługowym, czy pożyczkowym. Idąc jeszcze dalej – jeśli odnieść proponowany stan rynku do obrotu samochodami – znajdziemy się w sytuacji, w której każdy może kupić i sprzedać dowolne auto, ale tylko nieuszkodzone. Jeśli auto uczestniczyłoby w wypadku jego właściciel zobowiązany jest osobiście zadbać o jego rozebranie i utylizację. Co więcej, charakterystyka rynku obligacji sprawia, że kontynuując analogię, właścicielem rzeczowego auta może być grupa kilkuset osób które się nigdy wcześniej nie spotkały...

Obecny stan ustawodawstwa, a także jego planowane rozszerzenie (obowiązkowa dematerializacja wszystkich obligacji, bez możliwości obrotu po *defaultie*) ograniczają podstawowe prawa obligatariuszy oraz zwiększają koszty rzeczowe i społeczne prowadzonych postępowań, jednocześnie nie oferując wiele w zamian. Trudno bowiem wyobrazić sobie zadowolenie Inwestorów z ograniczonego wyboru.

Kolejną konsekwencją takiego stanu rzeczy jest tzw. *moral hazard*, czyli w tym przypadku skłonność emitentów do tego, aby znając ograniczenia prawne, będąc lepiej przygotowanym od inwestorów próbować doprowadzać do własnej upadłości lub procesu restrukturyzacyjnego, w celu osiągnięcia korzyści majątkowych (w uproszczeniu: emitent pożycza 100, ogłasza niewypłacalność, prowadzi nieefektywne dla wierzycieli postępowanie upadłościowe bądź restrukturyzacyjne i nie oddaje nic bądź istotnie zaniża proponowane do zwrotu wartości, przez cały czas kontrolując proces i unikając odpowiedzialności).

Tym samym przywrócenie możliwości obrotu *zdefaultowanymi* obligacjami nie tylko zwiększy liczbę profesjonalnych uczestników rynku, zwiększy możliwości i bezpieczeństwo obecnych inwestorów, ale pobudzi rynek do dalszego rozwoju i zmniejszy skłonność nieuczciwych emitentów do podejmowania prób restrukturyzacji celem osiągnięcia korzyści majątkowych.

2. Obowiązkowa dematerializacja w dacie emisji

Ustawodawca w przedstawionym niedawno projekcie zmian legislacyjnych zaproponował obowiązek dematerializacji wszystkich obligacji w KDPW, instytucji niejako systemowo wpisanej w topografię rynku kapitałowego w Polsce (akcjonariuszami KDPW są NBP, GPW i Skarb Państwa). Kierunkowo ta zmiana nie budzi wątpliwości; dzięki jej implementacji powstałby centralny rejestr obligacji, z czasem udostępniony również innym uczestnikom rynku (dzięki czemu m.in. można byłoby sprawdzić zadłużenie danego emitenta, historię jego emisji, terminowość obsługi wcześniejszych zobowiązań, itd.), a nadzorca uzyskałby również dostęp do centralnego rejestru inwestorów obligacji co, jak należy założyć, miało służyć przeciwdziałaniu „praniu” pieniędzy pochodzących z nielegalnych źródeł czy też ukrywaniu majątku przez nieuczciwych inwestorów. W zamyśle ustawodawcy centralne repozytorium informacji o emitentach i inwestorach podniosłoby bezpieczeństwo obrotu i ograniczyłoby ryzyko pojawienia się kolejnego „GetBacku”. Problem jednak w tym, że oba ww. postulaty niestety tylko pozornie wydają się krokiem w stronę rozwoju rynku.

Pierwszy z nich – centralna baza danych – *de facto* tworzy monopol KDPW w zakresie prowadzenia ewidencji obligacji, ze wszystkimi pozytywnymi (już wymienione), ale również negatywnymi skutkami takiej organizacji rynku. Na dzień dzisiejszy polski rynek obligacji nieskarbowych, to ok. 100-120 emisji obligacji różnych podmiotów w skali miesiąca (obligacje korporacyjne, emisje wewnątrzgrupowe, obligacje województw, powiatów, gmin i spółek JST). KDPW na dzień dzisiejszy rejestruje miesięcznie kilka czasem kilkanaście takich emisji. Tryb działania KDPW przed dokonaniem rejestracji, czy też zmian

w zarejestrowanych już papierach jest mocno sformalizowany. W największym skrócie; KDPW wymaga przedstawienia pełnego katalogu dokumentów emisji, czyta je i opiniuje, dopytuje w przypadku wątpliwości, a po ich zatwierdzeniu przekazuje wewnętrznym obiegiem do zatwierdzenia przez Zarząd KDPW, który podejmuje właściwą uchwałę i umożliwia dematerializację. Jest to działanie metodyczne i merytoryczne. Oparte o wieloletnie doświadczenie KDPW, wciąż doskonalone procedury, wiedzę i kompetencje pracowników tej instytucji. Problemem nie jest sam proces, lecz jego skalowalność. Zakładając, że średnio co piąty emitent będzie chciał w ciągu życia obligacji zmienić warunki emisji, co z punktu widzenia KDPW jest zdarzeniem równie obciążającym jak rejestracja obligacji, liczba interakcji KDPW z emitentami w ciągu najbliższych 3 lat zwiększy się ponad 12-krotnie (z ok. 350 do ok. 4200). W świetle tych wartości wypada zastanowić się czy zasoby będące w dyspozycji KDPW są wystarczająco skalowalne i elastyczne, aby zaabsorbować taki wzrost liczby interakcji, bez pogorszenia jakości świadczonych usług. Jeśli nie, to warto wskazać, że wydłużenie procesu pierwotnej rejestracji obligacji bądź przywołanych zmian do Warunków Emisji może spowodować spadek zainteresowania rynkiem obligacji, a w wielu przypadkach również rosnącą falę *defaultów* (choćby w sytuacji kiedy tuż przed spłatą obligacji emitent i inwestorzy zgadzają się na przesunięcie ostatecznego terminu spłaty obligacji ale KDPW nie zdążyło tych zmian zatwierdzić). W praktyce rynkowej opisywany przypadek nie jest rzadki, a emocje i utrudnienia operacyjne, które towarzyszą powstaniu takich ustaleń powodują, że porozumienia zawierane są bardzo często tuż przed datą wykupu i siłą rzeczy ich kilkutygodniowe procesowanie przez KDPW, w połączeniu np. z charakterystyką *cross-defaultowych* zobowiązań kredytowych takiego emitenta oraz wspomnianym wcześniej zakazem obrotu obligacjami po *defaultie* to przepis na wielomiesięczne postępowania restrukturyzacyjne, straty inwestorów i spadek zaufania do organizacji rynku.

Dlatego też rozważyć należy pozostawienie możliwości rejestracji obligacji w uprawnionych do tego obecnie firmach inwestycyjnych i Bankach, które będąc jednocześnie członkami KDPW dokonywałyby rejestracji we własnych rejestrach, oraz byłyby zobowiązane do przekazania tych rejestrów do KDPW, celem ich późniejszej rejestracji w tej instytucji. Jeśli interes nadzorca tego wymaga, informacje o prowadzonych rejestrach mogłyby być regularnie przekazywane do centralnego repozytorium. Takie rozwiązanie po pierwsze już istnieje i działa bez zarzutu, a po drugie umożliwia powstanie obligacji, a więc i praw obligatariuszy z niej wynikających w dacie przydziału obligacji (dzisiaj proces rejestracji w KDPW zajmuje od kilku dni do kilku tygodni – a Obligacje powstają w dacie ich rejestracji przez KDPW – jeżeli emitent upadłby przed dokonaniem rejestracji obligacji, inwestor nigdy nie nabyłby praw z tych obligacji, a jego (inwestora) roszczenie w stosunku do emitenta byłoby traktowane na równi z innymi zobowiązaniami cywilnymi). Z uwagi na oczywiste pogorszenie pozycji prawnej inwestora, w stosunku do dnia dzisiejszego trudno znaleźć uzasadnienie dla usankcjonowania takiej propozycji (odroczenie powstania praw z obligacji do czasu ich rejestracji przez KDPW). Trudno bowiem nie zauważyć, że w interesie wszystkich inwestorów jest natychmiastowe powstanie obligacji i ich zapisanie na rachunkach inwestorów.

Drugi postulat – przeciwdziałanie „praniu” pieniędzy – jest jeszcze bardziej niezrozumiały – trudno bowiem wskazać emisje obligacji opłacane pieniężnie inaczej niż poprzez przelewy bankowe, a środki na rachunkach bankowych, z natury rzeczy podlegają już sprawdzeniu przez Banki prowadzące rachunki, na których te środki się znalazły.

Ostatnim, jakkolwiek równie istotnym argumentem jest oczekiwany wzrost kosztów związanych z dematerializacją w KDPW. Wzrost ten byłby najbardziej dotkliwy dla niewielkich emisji (do 10 mln zł),

a jego wartość mogłaby wynieść nawet 0,25% rocznie. Tyle, że wartość tą określa jednostronnie sama KDPW i dzięki planowanej dla tej instytucji pozycji monopolisty będzie w stanie ją dowolnie zmienić.

3. Ograniczenie dostępności ofert prywatnych dla klientów detalicznych

Jednym z powodów, dla których podejmowana jest obecnie inicjatywa ustawodawcza w obszarze regulacji emisji obligacji nieskarbowych jest tzw. „afery Getback” i jej przykre konsekwencje dla kilku tysięcy inwestorów indywidualnych, którzy podejmując ryzyko inwestycyjne nabyli obligacje tej spółki. Abstrahując na moment od oczywistych przykładów *misselingu*, od nierzetelnych, nieetycznych bądź w większości po prostu nieświadomych doradców, którzy proponowali inwestycje w te obligacje, osiłą problemu jest niepowetowana strata ponad 2 miliardów złotych przez dużą grupę osób fizycznych, w większości nieprzygotowanych do inwestycji w obligacje korporacyjne. Sięgając do genezy rozwoju rynku obligacji nieskarbowych w Polsce należy wskazać, że od lat 90tych, do momentu powstania rynku Catalyst, instrument w postaci obligacji korporacyjnych był znany jedynie nielicznym inwestorom indywidualnym. Powstanie rynku Catalyst, stworzenie i wsparcie platformy obrotu przez GPW, postępująca inflacja dostępnych rozwiązań inwestycyjnych, bogacące się społeczeństwo i spadającą atrakcyjność pozostałych form inwestycyjnych, a także rozwój kanałów dystrybucji produktów finansowych skłoniły wiele osób do zainteresowania się tą klasą aktywów. Te same przyczyny zachęciły również doradców i sieci sprzedaży do promocji obligacji korporacyjnych wśród osób fizycznych. Procesy te upowszechniły co prawda inwestycje w tą klasę aktywów, ale nie zostały wsparte przez wystarczającą edukację ekonomiczną.

Zanim wskażę konsekwencje należy zastanowić się czym tak naprawdę jest obligacja. Otóż przy oczywistym założeniu, że każdy emitent obligacji może upaść, obligacja to instrument, który oferuje kilka, w skrajnych przypadkach kilkanaście procent zwrotu rocznie, za cenę utraty całości zainwestowanego kapitału. W odróżnieniu od akcji, poprzez spadek wartości której również możemy stracić całą wartość inwestycji ale w przypadku wzrostu jej ceny dochód nie jest w żaden sposób ograniczony. W odróżnieniu również od lokaty bankowej, do której bardzo często, błędnie odnoszone są obligacje korporacyjne – lokaty oferują co prawda niższy zwrot, ale posiadają gwarancje BFG do kwoty 100.000 EUR. Zarówno akcje jak i lokaty są więc ze swojej natury rzeczy bardziej symetryczne w ujęciu ryzyka do dochodów. Obligacja korporacyjna, często przedstawiana jako instrument o stałym wysokim dochodzie, z ograniczonym ryzykiem inwestycyjnym najwyczejniej nie istnieje. Niestety taki przekaz nie trafia do większości inwestorów indywidualnych. Głównym motywem podejmowania inwestycji przez tych inwestorów jest znany, z góry określony, wyższy niż w przypadku lokat dochód, ryzyko zaś, jeśli się materializuje (następuje *default*) jest przez nich bądź pomijane (nieświadomi inwestorzy, *misseling*, itd.) bądź wypierane (inwestorzy świadomie podejmujący ryzyko ale niestudnie oczekujący jego mitygacji przez strony trzecie (Państwo, KNF, GPW, banki, firmy inwestycyjne)). Obie grupy po ewentualnym *defaulcie* oczekują pokrycia poniesionych strat, co rodzi koszty zarówno rzeczowe jak i społeczne oraz przyczynia się do obniżenia wiarygodności rynku finansowego.

Na rynkach rozwiniętych do dyspozycji inwestorów są ratingi inwestycyjne (czyli w uproszczeniu niezależne miary bezpieczeństwa poszczególnych instrumentów), które w Polsce jeszcze się nie upowszechniły. Rynki rozwinięte dysponują również pełną statystyką zdarzeń związanych z obligacjami o określonych miarach ryzyka (ratingach). W praktyce, korzystając z publicznie dostępnych danych należy wywodzić, iż prawdopodobieństwo *defaultu* w okresie 3 lat od emisji, dla 85-95% emisji obligacji korporacyjnych w Polsce wynosi ok 5,00%. Oznacza to, że inwestor angażujący się w większość obligacji korporacyjnych, straci całość bądź część swojego kapitału na co 20 inwestycji. Statystycznie. Problem

w tym, że inwestorzy indywidualni, świadomie bądź ze względu na własną niewiedzę, a czasem za namową bądź niemym przyzwoleniem doradców, niewłaściwie dywersyfikują swoje portfele inwestycyjne. Szczególnie jeśli chcą je budować w oparciu o nabywanie obligacji na rynku pierwotnym. Wysokie kwoty wejścia i konflikt interesów z doradcą powodują, że uczestnictwo inwestorów indywidualnych w ofertach pierwotnych zwykle kończy się ponadnormatywnym zaangażowaniem w pojedynczy instrument. Wypada nawet postawić tezę, że taki stan rzeczy będzie się utrzymywał niezależnie od proponowanych obecnie zmian. Co więc zrobić, aby ten stan rzeczy zmienić?

Warto rozważyć ograniczenie udziału inwestorów indywidualnych w ofertach pierwotnych (szczególnie ofertach prywatnych) kierując zainteresowanie tej grupy inwestorów na fundusze obligacji nieskarbowych (większa dywersyfikacja, większe zasoby zarządzających i odpowiednie narzędzia do oceny danej emisji), jak i na uczestnictwo w rynku wtórnym (większe bezpieczeństwo obrotu, niższe progi wejścia, większa płynność inwestycji). Warto wspomnieć, że taki kierunek nie powinien być trudny do implementacji (*vide*: rekomendacja KNF w zakresie oferowania obligacji podporządkowanych do klientów detalicznych), a jego skutkiem byłby rozwój profesjonalnego rynku inwestycyjnego, większa kontrola emitentów przez inwestorów (większy udział profesjonalnych podmiotów) czy wreszcie realne przeciwdziałanie nadużyciom, których ofiarą może stać się inwestor indywidualny.

4. Ograniczenie szarej strefy w zakresie oferowania instrumentów finansowych

Na dzień dzisiejszy istnieją dwie możliwości zgodnej z prawem organizacji emisji obligacji korporacyjnych, w trybie emisji prywatnej. Dany emitent może taką ofertę przeprowadzić sam, bądź też może skorzystać z pośrednictwa licencjonowanego podmiotu (firma inwestycyjna lub Bank). W praktyce, jak grzyby po deszczu każdego dnia powstają podmioty trudniące się „doradztwem”, „pomocą”, „troską” czy „przedstawianiem ofert”, które nie posiadając licencji KNF na działalność maklerską czy bankową nawiązują relacje z inwestorami indywidualnymi zapewniając ich o swym profesjonalizmie i obiecując ponadprzeciętne zwroty z inwestycji. Takie podmioty są wynagradzane przez nieświadomych lub zdeterminowanych emitentów (którzy nie są w stanie pozyskać finansowania na warunkach rynkowych), a niejednokrotnie pobierają wynagrodzenie również od najmniej wyedukowanych inwestorów. Tego typu firmy próbują pozyskać na rzecz emitentów jakiegokolwiek finansowanie, w tym również takie, które pochodzi z emisji instrumentów finansowych. Takie postępowanie nie jest oczywiście legalne i nadzorca próbuje (z rosnącym na przestrzeni ostatnich lat zaangażowaniem) wskazywać podmioty, w jego ocenie naruszające prawo, wpisywać te podmioty na listę ostrzeżeń publicznych oraz informować organy Państwa o możliwości popełnienia przestępstwa. Działania te są prowadzone z różnym skutkiem, ale nie eliminują patologii rynkowych, ani też nie zapobiegają powstawaniu nowych. Sposobów na obejście obowiązującego prawa jest niestety sporo, a nierzetelni doradcy, kierowani chęcią osiągnięcia korzyści materialnych byli i są niejednokrotnie o krok przed nadzorcą. Przypomina to zabawę w kotka i myszkę, z tą jednak różnicą że na szali leży interes emitentów oraz najbardziej ufnych inwestorów, często niestety również najmniej wyedukowanych, a także wizerunek całego rynku kapitałowego. Jeśli działania takiego pośrednika połączyć ze wspomnianym wcześniej *moral hazard* emitenta (pragnącego w łatwy sposób pozyskać pieniądze – nierzadko bez chęci ich zwrotu) mamy gotowy przepis na wyłudzenie, poprzez emisję instrumentów finansowych, napędzane nieetycznymi motywacjami, czy prostą chciwością. Nadzorca ze swej natury rzeczy reaguje (podobnie jak policjant) po fakcie stwierdzenia naruszeń, a więc siłą rzeczy trudno mu zapanować nad całym rynkiem i przeciwdziałać powstawaniu nowych nadużyć.

Warto więc zastanowić się nad podejściem systemowym i stworzeniem ram skutecznie eliminujących przywołane patologie. I choć należy jednoznacznie wskazać, że proponowana zmiana prawa, związana z obowiązkiem dematerializacji wszystkich obligacji jest w tym kontekście krokiem w dobrym kierunku (nakazuje bowiem skorzystać z profesjonalnego pośrednika celem dokonania procesu dematerializacji), to rozważanie ograniczeń w kierowaniu ofert (przynajmniej prywatnych) do inwestorów detalicznych, uzależnienie możliwości prowadzenia takiej oferty od jej określonej skali (trudniej będzie organizować nierzetelnym pośrednikom większe emisje), skuteczniejsze przeciwdziałanie tzw. ofertom kaskadowym (następujących jedna po drugiej) czy w końcu trwałe wpisanie w każdy proces emisji udziału instytucji nadzorowanych, z pewnością nie zwiększą prawdopodobieństwa narażenia inwestorów indywidualnych na dodatkowe ryzyka.

Mateusz Walczak

Prezes Zarządu
NWAI Dom Maklerski S.A.