



CATALYST
RYNEK OBLIGACJI GPW



**Przewodnik
dla inwestorów**



GIEŁDA PAPIERÓW
WARTOŚCIOWYCH
w Warszawie

PRZEWODNIK DLA INWESTORÓW



Wydawca:

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA

ul. Książęca 4, 00-498 Warszawa

tel. (22) 628 32 32

fax (22) 537 77 90

www.gpw.pl

Opracowanie graficzne, skład i druk: Wydawnictwo ART

www.artgroup.pl

Copyright by Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA

Warszawa, październik 2009

ISBN 978-83-60510-90-3

Oficjalne wydawnictwo Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie

SPIS TREŚCI

Idea Catalyst	6
Co to jest Catalyst?	6
Zasady obrotu na Catalyst	7
Czym jest obligacja?	9
Klasyfikacja obligacji	10
Obligacje korporacyjne i komunalne	11
Cechy obligacji	12
Podstawowe pojęcia dotyczące obligacji	13
Ryzyko inwestowania w obligacje	14
Ocena ryzyka, czyli jak korzystać z ratingów	15
Jak składać zlecenia kupna i sprzedaży obligacji?	16
Koszty zawierania transakcji	17
Jaki podatek?	17
Prawda o obligacjach	18

Idea Catalyst

Wszystkie cechy i zalety obligacji można w pełni wykorzystać w warunkach, gdy na rynku mamy dostęp do wielu rodzajów obligacji, które można z łatwością kupić i sprzedać. Taką właśnie rolę pełni nowy rynek obligacji Catalyst. Na nim koncentrować się będzie rozproszony do tej pory obrót papierami dłużnymi emitowanymi przez jednostki samorządu terytorialnego i przedsiębiorstwa.

Wraz z rynkiem Catalyst pojawiła się szansa, z jednej strony, na rozwój finansowania przedsięwzięć gospodarczych z wykorzystaniem emisji obligacji, z drugiej - korzystnego i elastycznego lokowania wolnych środków w instrumenty dłużne przez większą niż dotąd grupę inwestorów instytucjonalnych i indywidualnych. Dzięki Catalyst system finansowania poprzez papiery dłużne stanie się przez to bardziej atrakcyjny, płynny, elastyczny i sprawny.

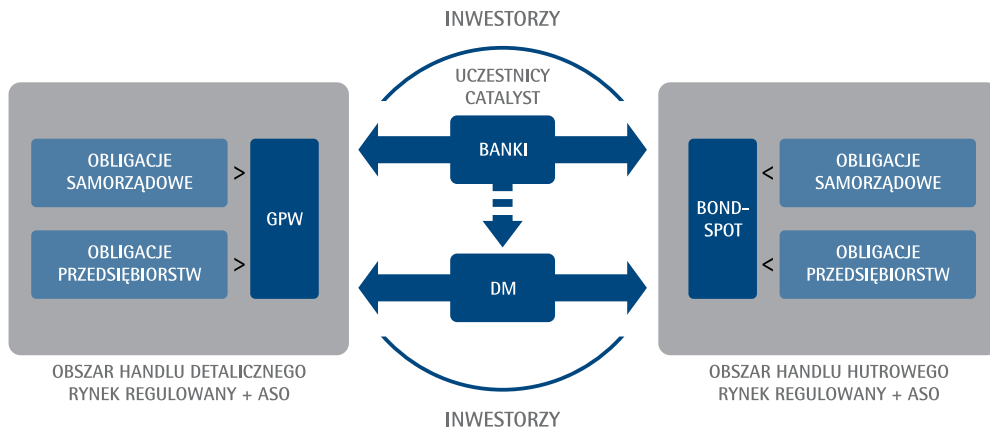
Co to jest Catalyst?

Catalyst jest prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie i BondSpot S.A. detaliczno-hurtowym rynkiem dłużnych instrumentów finansowych, który rozpoczął działalność 30 września 2009 r. Jest przeznaczony dla nieskarbowych instrumentów dłużnych - obligacji korporacyjnych, komunalnych i listów zastawnych.

Rynek Catalyst obejmuje:

- rynek regulowany prowadzony przez GPW (detaliczny),
- rynek regulowany prowadzony przez BondSpot (hurtowy),
- alternatywny system obrotu prowadzony przez Giełdę (detaliczny),
- alternatywny system obrotu prowadzony przez BondSpot (hurtowy) - uruchomiony zostanie do końca 2009 r.

Architektura rynku



Taka architektura Catalyst sprawia, że jest on dostosowany do emisji o różnych wielkościach i różnej charakterystyce, a także do potrzeb różnych inwestorów – hurtowych i detalicznych, instytucjonalnych i indywidualnych.

Dla inwestorów Catalyst to:

- dodatkowa możliwość dywersyfikacji portfela inwestycyjnego,
- łatwy dostęp do wielu rodzajów obligacji, które można kupić lub sprzedać w obrocie wtórnym,
- koncentracja rozproszonego dotychczas obrotu obligacjami korporacyjnymi i komunalnymi.

Wprowadzenie dłużnych instrumentów finansowych na Catalyst polega na:

- uzyskaniu przez emitenta autoryzacji Catalyst dla danej emisji, albo
- uzyskaniu przez emitenta autoryzacji Catalyst dla danej emisji i wprowadzeniu jej do obrotu.

Autoryzację muszą uzyskać wszystkie instrumenty, które trafią na Catalyst. Jest ona warunkiem wprowadzenia do obrotu, lecz nie oznacza, że instrumenty, które uzyskają autoryzację muszą być przedmiotem obrotu. Kategoria obligacji mających autoryzację Catalyst, lecz nie wprowadzonych do obrotu to nowość na polskim rynku giełdowym.

Autoryzacja obligacji na Catalyst związana jest z przyjęciem przez emitenta obowiązków informacyjnych określonych w Regulaminie Catalyst oraz zarejestrowaniem emisji w systemie informacyjnym Catalyst poprzez nadanie jej specjalnego oznaczenia. Autoryzacja może zostać przyznana, jeżeli wartość emisji według ceny nominalnej wynosi co najmniej równowartość 400 000 euro oraz w stosunku do emitenta nie toczy się postępowanie upadłościowe lub likwidacyjne (warunek dotyczy obligacji korporacyjnych). Autoryzacja Catalyst daje możliwość zaistnienia na rynku publicznym także tym emitentom, których obligacje zostały już wcześniej wyemitowane.

Uzyskanie autoryzacji Catalyst to sygnał dla inwestorów i kontrahentów jednostki samorządu terytorialnego lub spółki emitującej obligacje, że emitent jest podmiotem publicznym, a więc transparentnym i odpowiedzialnym wobec otoczenia rynkowego i biznesowego, czego wyrazem jest przestrzeganie obowiązków informacyjnych – takich samych jak dla emitentów instrumentów wprowadzonych do obrotu.

Zasady obrotu na Catalyst

Rynki prowadzone przez GPW

Zasady obrotu na rynkach regulowanym i alternatywnym prowadzonych przez GPW w ramach Catalyst są prawie identyczne.

Zarówno w przypadku rynku regulowanego, jak i ASO, harmonogram notowań ciągłych jest następujący:

godz. 8.00 – 9.00	Faza przed otwarciem (przyjmowanie zleceń na otwarcie)
godz. 9.00	Otwarcie (określanie kursu na otwarciu)
godz. 9.00 – 16.20	Faza notowań ciągłych
godz. 16.20 – 16.30	Faza przed zamknięciem (przyjmowanie zleceń na zamknięcie)
godz. 16.30	Zamknięcie (określanie kursu na zamknięciu)
godz. 16.30 – 16.35	Faza przed otwarciem (przyjmowanie zleceń na otwarcie następnej sesji)

Identyczne na ASO i rynku regulowanym są między innymi:

- jednostki transakcyjne – jedna obligacja,
- zasady przekazywania na GPW tabel odsetkowych,
- zasady przekazywania, konstrukcja, realizacja i rodzaje zleceń maklerskich,
- zasady przekazywania członkom ASO kart umów,
- algorytmy stosowane do wyznaczania kursów otwarcia i zamknięcia,
- zasady anulowania transakcji,
- maksymalne odchylenie wahań kursu - 3 punkty procentowe,
- dla wszystkich nominałów obligacji dokładność określania kursu wynosi 0,01 punktu procentowego,
- cykl rozliczeniowy T+2.

Transakcje pakietowe

1. Na rynku regulowanym transakcje pakietowe można zawierać od 8.00 do 16.35 (maksymalne odchylenie od kursu ostatniej transakcji wynosi 10%). Istnieje możliwość zawierania transakcji pakietowych po zakończeniu sesji w godz. 16.35 - 16.50. W takim przypadku maksymalne odchylenie kursu transakcji od średniej arytmetycznej kursów wszystkich transakcji z ostatniej sesji giełdowej ważonej obrotami jest nie większe niż 40%.
2. Na ASO transakcje takie można zawierać jedynie w godz. 8.00 - 16.30, a gdy transakcja ma być rozliczona w dniu jej zawarcia – w godz. 8.00 - 14.00 (brak możliwości zawierania transakcji po zakończeniu notowań).

Minimalna wartość transakcji pakietowej wynosi 100 tys. zł. Maksymalne, dopuszczalne odchylenie od kursu ostatniej transakcji wynosi 10% dla rynku regulowanego i 3 punkty procentowe dla alternatywnego systemu obrotu.

Rynki prowadzone przez BondSpot

Główne cechy obrotu na Catalyst w segmencie organizowanym przez BondSpot, które są odmiennie od zasad obowiązujących w segmencie prowadzonym przez GPW są następujące:

- brak ograniczenia wahań cen,
- nie jest określany kurs otwarcia na podstawie zleceń złożonych przed rozpoczęciem dnia obrotu,

- jednostka transakcyjna, czyli minimalna liczba papierów wartościowych, którą można kupić/sprzedać musi mieć w segmencie hurtowym wartość co najmniej 100 tys. zł.
- notowania ciągle trwają od godziny 9:00 do 16:00. Po zamknięciu obrotu oferty tracą ważność i są usuwane z rynku (są składane na każdą sesję przez dom maklerski do czasu ich zakończenia lub realizacji),
- dopuszczalna wartość transakcji pakietowej to co najmniej 50 tys. zł,
- możliwość zawierania transakcji negocjowanych.

Giełda i BondSpot upowszechniają informacje nt. ofert, transakcji i obrotów na Catalyst zawierające dane dotyczące:

- pięciu najlepszych ofert kupna i ofert sprzedaży w stosunku do ofert zamieszczonych w arkuszu zleceń, z wyszczególnieniem liczby zleceń i łącznego wolumenu zleceń dla każdego z poziomów cenowych,
- wielkości obrotów w ujęciu ilościowym oraz cenę i czas zawarcia transakcji dla każdej transakcji zawartej w danym dniu otwarcia,
- wielkość obrotów w ujęciu ilościowym oraz cenę zawarcia transakcji dla każdej transakcji zawartej poza godzinami obrotu w danym dniu otwarcia (transakcji pakietowej),
- kursy otwarcia i zamknięcia, kursy minimalny i maksymalny oraz wielkość obrotów w ujęciu wartościowym i ilościowym dla dłużnych instrumentów finansowych notowanych w systemie notowań ciągłych,
- kursy jednolite oraz wielkość obrotów w ujęciu wartościowym i ilościowym – dla dłużnych instrumentów finansowych notowanych w systemie notowań jednolitych.

Czym jest obligacja?

Obligacja to papier wartościowy, w którym jego emitent stwierdza, że jest dłużnikiem nabywcy obligacji (zwanego obligatariuszem) i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia świadczeń, wynikających z obligacji. Innymi słowy to papier potwierdzający, że jego nabywca udzielił emitentowi pożyczki na określonych warunkach, a ten ostatni zobowiązuje się do ich spełnienia w określonym czasie.

Podmiot emitując i sprzedając obligacje zaciąga w ten sposób pożyczkę, a kupujący obligacje dostarcza mu pieniądze. Dzięki obligacjom emitent może zaciągnąć pożyczkę u wielu rozproszonych nabywców, nie korzystając z kredytu bankowego, a wielu posiadaczy nawet niewielkiej gotówki, także osób indywidualnych, może stać się „kredytodawcą” nawet potężnych korporacji.

Ustawa o obligacjach z 29 czerwca 1995 r. określa, że emitentami obligacji mogą być:

- podmioty prowadzące działalność gospodarczą, posiadające osobowość prawną oraz spółki komandytowo-akcyjne
- gminy, powiaty, województwa, związki tych jednostek oraz miasto stołeczne Warszawa (Warszawa z tej możliwości skorzystała emitując w lipcu 2009 r. 10-letnie obligacje o łącznej wartości 600 mln zł),

- inne podmioty posiadające osobowość prawną, upoważnione do emisji obligacji na podstawie innych ustaw,
- instytucje finansowe, których członkiem jest Rzeczpospolita Polska lub Narodowy Bank Polski lub przynajmniej jedno z państw należących do Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD) lub bank centralny takiego państwa, lub instytucje, z którymi Rzeczpospolita Polska zawarła umowy regulujące działalność takich instytucji na terenie Rzeczpospolitej Polskiej.

W praktyce na rynku najczęściej spotykane są obligacje skarbowe, obligacje korporacyjne oraz obligacje komunalne.

Klasyfikacja obligacji

Jest bardzo wiele rodzajów obligacji, różniących się między sobą bardzo konkretnymi cechami i właściwościami. To pozwala na wybór odpowiednich dla siebie obligacji zarówno emitentom, jak i inwestorom.

Podmiot emitujący:

- skarb państwa,
- jednostki samorządu terytorialnego,
- spółki.

Sposób oprocentowania:

- o stałym oprocentowaniu,
- o zmiennym oprocentowaniu,
- indeksowane,
- zerokuponowe (czyli takie, których emitent nie oferuje odsetek, lecz sprzedaje je po cenie niższej niż cena wykupu).

Rodzaj praw przysługujących obligatariuszowi:

- z prawem pierwszeństwa do nabycia, po określonej z góry cenie, akcji spółki z pierwszeństwem przed jej akcjonariuszami,
- zamienne na akcje (czyli zawierające, oprócz zwykłych zobowiązań emitenta do wykupu i zapłaty odsetek, zobowiązanie do ich zamiany na akcje emitenta),
- z opcją wykupu na żądanie emitenta,
- z opcją wykupu na żądanie właściciela (obligatariusza).

Termin wykupu:

- krótkoterminowe, dla których termin wykupu ustalony jest na okres do roku,
- średnioterminowe, o terminie wykupu od 1 do 5 lat,
- długoterminowe, których termin wykupu jest ustalony na ponad 5 lat; w praktyce najczęściej w Polsce spotyka się obligacje 10-letnie, na rynkach zagranicznych, np. amerykańskim nawet 30-letnie.

Długość „życia” obligacji, czyli czas pozostający od emisji do wykupu oraz czas od ich zakupu przez inwestora do wykupu ma bardzo istotne znaczenie z trzech punktów widzenia: stopy zwrotu, ryzyka i strategii inwestycyjnych, wynikających z odmiennego zachowania rynkowego obligacji krótko- i długoterminowych. Podobnie jak w przypadku innych instrumentów finansowych, np. lokat bankowych, dochód inwestora z obligacji krótkoterminowych jest z reguły niższy niż z długoterminowych. Dotyczy to głównie oprocentowania nominalnego. Częściowo wynika to z działania drugiego czynnika, którym jest ryzyko. Im krótszy termin do wykupu, tym mniejsze ryzyko, związane z ulokowaniem pieniędzy w obligacje, np. ryzyko niewypłacalności emitenta, ale też ryzyko związane ze zmianami stóp procentowych. A gdzie mniejsze ryzyko, tam i mniejszy zysk. Trzeci czynnik to zupełnie inne zachowanie się cen obligacji o różnych terminach wykupu i na rynku pierwotnym i wtórnym w warunkach zmian rynkowych i oficjalnych stóp procentowych. Ceny obligacji długoterminowych reagują o wiele bardziej dynamicznie na zmiany stóp, niż dzieje się to w przypadku obligacji o krótkich terminach wykupu. Stąd też wynikają odmienne strategie inwestowania w obligacje o różnych terminach wykupu.

Obligacje korporacyjne i komunalne

Rynek Catalyst przeznaczony jest przede wszystkim dla obligacji korporacyjnych (emitowanych przez przedsiębiorstwa) i komunalnych (emitowanych przez jednostki samorządu terytorialnego)

Obligacje korporacyjne

Do tej pory obligacje emitowane przez przedsiębiorstwa były z reguły kupowane niemal w całości przez banki polskie lub zagraniczne. Największe emisje obligacji przeprowadzały firmy telekomunikacyjne, np. Telekomunikacja Polska, czy Netia. Są one atrakcyjne dla inwestorów, ponieważ ich oprocentowanie jest wyższe niż obligacji skarbowych. Rzadko były one wprowadzane na rynek wtórny, czyli na giełdę. Utworzenie nowego rynku obligacji Catalyst umożliwia zmianę tej sytuacji. Instytucje, które kupiły obligacje danej firmy mogą uwolnić część zaangażowanego w nie kapitału, sprzedając je innym inwestorom.

Ryzyko związane z obligacjami korporacyjnymi jest wyższe niż w przypadku obligacji skarbowych i komunalnych. Ale jest też zróżnicowane w zależności od firmy - tak zróżnicowane, jak różne są same korporacje pod względem rodzaju prowadzonej działalności, sytuacji finansowej i wielu innych czynników.

Obligacje komunalne

Obligacje komunalne to papiery dłużne emitowane bądź przez jednostki samorządu terytorialnego, czyli gminy, miasta lub ich związki, bądź też przez firmy świadczące usługi komunalne, których właścicielem są jednostki samorządowe. Tego typu obligacje może emitować gmina np. w celu sfinansowania budowy drogi, czy oczyszczalni ścieków, może też w ten sposób pozyskiwać środki miejskie przedsiębiorstwo zajmujące się dostarczaniem ciepłej wody.

Z obligacjami komunalnymi wiążą się najczęściej względy nie tylko komercyjne, ale też i społeczne. Nierzadko z ich kupnem mogą się wiązać przyznawane przez ich emitenta, czyli np. gminę, ulgi w podatkach lokalnych.

Tego typu papiery są obarczone ryzykiem nieco większym niż obligacje skarbowe, ale znacznie mniejszym, niż obligacje przedsiębiorstw komercyjnych. Oczywiście ryzyko związane z inwestowaniem w obligacje komunalne jest mocno zróżnicowane. Zależy ono od sytuacji finansowej danej jednostki samorządowej. Od tego, czy jest ona zadłużona, czy jest w stanie w przyszłości uzyskiwać przychody w wysokości umożliwiającej spłatę zaciągniętych wobec nabywców obligacji zobowiązań, oraz – co się z tym wiąże – od celu, na jaki przeznaczane są pieniądze pozyskiwane ze sprzedaży obligacji. Czy będą one generowały dla gminy dodatkowe dochody lub przynajmniej ograniczą koszty.

Z punktu widzenia inwestora ich atrakcyjność może być więc mocna zróżnicowana. Jak zwykle pewną wskazówką może tu być ocena agencji ratingowych.

Z inwestowaniem w obligacje komunalne może być związane większe ryzyko płynności. Często są one kupowane przez dużych inwestorów instytucjonalnych, którzy są zainteresowane ich trzymaniem w swoim portfelu, a nie handlem na rynku wtórnym.

Cechy obligacji

- **Przewidywalność**

Obligacje są papierem wartościowym pod wieloma względami o wiele bardziej przewidywalnym, niż np. akcje. Są emitowane na ściśle określony czas, po którym następuje zwrot zainwestowanego kapitału. Ściśle określone są też terminy wypłaty odsetek. Dla określonych rodzajów obligacji bardziej przewidywalne są też zmiany ich wartości na rynku wtórnym.

- **Ryzyko i gwarancje**

Z posiadaniem akcji znajdujących się w obrocie publicznym nie są związane żadne gwarancje, ani dotyczące udziału w zysku, ani tym bardziej zwrotu zainwestowanego kapitału. W przypadku likwidacji lub upadłości spółki, akcjonariuszom przypada udział w majątku pozostałym po likwidacji spółki i spieniężeniu jej majątku, jednak ich prawa są realizowane w ostatniej kolejności, po spłaceniu wierzycieli, w tym posiadaczy obligacji. Niektóre rodzaje obligacji posiadają gwarancje spłaty, niezależnie od kondycji podmiotu, który je wyemitował. Bywają też obligacje, których spłata zabezpieczona jest majątkiem jej emitenta.

- **Płynność**

Obligacja jest papierem wartościowym, który można sprzedać na rynku wtórnym, odzyskując zainwestowane środki. Tym różni się od lokaty bankowej, której wcześniejsze niż w ustalonym terminie zakończenie wiąże się najczęściej z utratą odsetek.

- **Dochód wyższy niż z lokat bankowych**

Obligacje z reguły są źródłem odsetek przewyższających te, które banki oferują w przypadku lokat. Dotyczy to nawet tych najbezpieczniejszych, czyli obligacji skarbowych. Obligacje komunalne i korporacyjne są znacznie bardziej atrakcyjne niż lokaty. Czasem zdarza się tak, że emitent obligacji oferuje jej nabywcy także dodatkowe świadczenia niepieniężne, np. uprawnienia do zamiany obligacji na akcje lub objęcia kolejnej emisji obligacji. Częstym świadczeniem dodatkowym w przypadku obligacji komunalnych są ulgi w podatkach lokalnych, przysługujące posiadaczowi obligacji.

Podstawowe pojęcia dotyczące obligacji

Wartość nominalna – wartość, na którą opiewa obligacja i którą jej emitent zobowiązuje się w określonym terminie zwrócić właścicielowi obligacji

Oprocentowanie nominalne – określa wysokość odsetek, które emitent obligacji zobowiązuje się w określonych terminach wypłacić właścicielowi obligacji lub określa metodę ustalania wysokości tych odsetek w poszczególnych okresach odsetkowych.

Przykład 1: jeśli wartość nominalna obligacji wynosi 1000 zł, a nominalne oprocentowanie jest stałe - wynosi 5% w skali rocznej i wypłata odsetek została ustalona na koniec roku, właściciel obligacji otrzyma 50 zł odsetek w ustalonym terminie

Przykład 2: emitenci obligacji często nie określają oprocentowania nominalnego obligacji na cały czas pozostający do wykupu obligacji, szczególnie gdy liczy on wiele lat. Jeśli oprocentowanie zmienia się w poszczególnych okresach, emitent powinien precyzyjnie określić mechanizm jego ustalania. Np. może to być poziom inflacji za dany okres, podawany przez GUS, powiększony o ustaloną premię.

Termin wykupu – to określona przez emitenta data, po upływie której zobowiązuje się on do zwrotu posiadaczowi obligacji kwoty równej wartości nominalnej obligacji. Data ta może być ustalona na konkretny dzień, co nie zawsze oznacza, że w tym dniu należna kwota trafi do właściciela obligacji. Może być też ustalony plan spłaty obligacji, rozłożony na pewien czas. W przypadku niektórych obligacji możliwy jest wykup przed wyznaczonym terminem, albo na żądanie emitenta, albo na żądanie właściciela obligacji. Ta możliwość musi być jednak dopuszczona w dokumencie, na podstawie którego obligacja jest emitowana.

Rentowność obligacji – zysk właściciela obligacji wynika nie tylko z wysokości nominalnego oprocentowania, ale zależy też od ceny, jaką za nią zapłacił. Często jest tak, że emitent sprzedaje obligację nie po cenie równej wartości nominalnej, lecz niższej od niej lub wyższej. Np. jeśli roczną obligację o wartości nominalnej 1000 zł i nominalnej stopie procentowej równej 5% emitent sprzedaje na rynku pierwotnym po 985 zł, to jej rentowność wyniesie 6,5%. Zysk inwestora będzie się bowiem składał z odsetek wynoszących po roku 50 zł i różnicy między wartością

nominalną, czyli tą którą otrzyma w momencie wykupu a tą, którą za obligację zapłacił, czyli 15 zł (1000-985 zł). Łącznie więc jego zysk (nie licząc opodatkowania) wyniósł 65 zł, co oznacza rentowność w wysokości 6,5% ($65/1000 \cdot 100$). Podobnie jest w przypadku zakupu przez inwestora obligacji na rynku wtórnym. Wówczas niemal na pewno cena zakupu będzie się różniła od wartości nominalnej. Oczywiście może się zdarzyć, że zapłacona cena (bądź na rynku pierwotnym, bądź na wtórnym) będzie wyższa od wartości nominalnej. Wówczas rentowność będzie niższa od nominalnej stopy oprocentowania obligacji.

Okres odsetkowy (terminy odsetkowe) – okres, za który emitent wypłaca odsetki. Najczęściej jest to rok, ale bywają też obligacje, z których odsetki wypłacane są częściej, na ogół raz na pół roku. Jeśli emitent nie dokonuje okresowej wypłaty odsetek, to zgodnie z ustalonym okresem odsetkowym dokonuje się tzw. kapitalizacji odsetek, czyli dolicza się je do wartości nominalnej i oprocentowanie w kolejnym okresie odsetkowym nalicza się od tej sumy.

Kurs obligacji – podawana w tabeli notowań cena obligacji, wyrażana jako procent wartości nominalnej obligacji, bez uwzględnienia należnych za dany okres odsetek.

Cena rozliczeniowa obligacji – cena, jaką faktycznie musi zapłacić nabywca obligacji w transakcji giełdowej. Zawiera ona oprócz kursu obligacji także wartość należnych za dany okres odsetek, do otrzymania których nabywa prawo wraz z kupioną obligacją.

Ryzyko inwestowania w obligacje

Obligacje często uważa się za papiery o małym ryzyku inwestycyjnym. W dużej mierze opinia ta jest uzasadniona, jednak nie można powiedzieć, że ryzyko nie istnieje. W przypadku niektórych obligacji może być ono bardzo wysokie, porównywalne z ryzykiem, jakie wiąże się z inwestowaniem w akcje. Istnieje kilka rodzajów ryzyka związanego z inwestowaniem w obligacje:

- **ryzyko wypłacalności emitenta:** mimo istnienia różnych form zabezpieczenia stosowanych już na etapie przygotowania i przeprowadzenia emisji obligacji, nigdy nie można całkowicie wykluczyć ryzyka związanego z tym, że emitent obligacji zbankrutuje lub nie będzie miał w odpowiednim terminie środków na wywiązanie się z obligacyjnych zobowiązań. Oczywiście ryzyko to jest bardzo zróżnicowane w zależności od rodzaju emitenta. Znacznie mniejsze, wręcz bliskie zera będzie ono w przypadku obligacji skarbowych, czyli emitowanych przez rząd, nieznacznie bardziej ryzykowne są obligacje komunalne, czyli emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego, najbardziej ryzykowne są obligacje korporacyjne. Ale też w ramach tych kategorii występuje spore zróżnicowanie ryzyka w zależności od kondycji i rozwoju emitenta.
- **ryzyko stopy procentowej:** ceny wszystkich rodzajów obligacji, jak i wysokość oprocentowania obligacji o zmiennej stopie procentowej są zależne od kształtowania się oficjalnych i rynkowych stóp procentowych w przyszłości. Różne rodzaje obligacji są narażone na tego typu ryzyko w różnym stopniu. Najbardziej wrażliwe są ceny obligacji o stałym oprocento-

waniu oraz obligacje o najdłuższych terminach do wykupu. Ryzyko wiąże się z niepewnością co do wielkości dochodu z obligacji w przyszłości, jak i możliwością niekorzystnej zmiany ich ceny. Ceny obligacji o stałym oprocentowaniu (w tym zerokuponowych) spadają, gdy rosną oficjalne i rynkowe stopy procentowe. Przy spadających stopach procentowych rosnąć będą ceny tych obligacji, ale także tych o zmiennym oprocentowaniu, które zapewniają odsetki wyższe niż nowo emitowane papiery.

- **ryzyko przedterminowego wykupu obligacji:** ryzyko jest zdecydowanie najmniej „groźne” dla inwestora indywidualnego. Otrzyma on bowiem kwotę odpowiadającą wartości nominalnej obligacji, jednak zostanie pozbawiony możliwości korzystania z odsetek, na których otrzymywanie liczył jeszcze przez kilka kolejnych lat. Nie ponosi jednak realnej straty a uwolniony przed terminem kapitał może ulokować w inny sposób. Tego typu ryzyko ma większe znaczenie w przypadku inwestorów instytucjonalnych, którzy w daną obligację lokują bardzo duże kapitały i precyzyjnie konstruują swój portfel planując jego strukturę na wiele lat. Zaburzenie tej struktury może mieć dla nich nieco poważniejsze skutki. To ryzyko dotyczy jednak tylko obligacji zawierających klauzulę o możliwości wcześniejszego wykupu.
- **Ryzyko inflacji:** w przypadku obligacji o stałej stopie procentowej, ich ceny spadają, gdy inflacja rośnie, ponieważ siła nabywcza odsetek się zmniejsza. Te obligacje nie stanowią więc dobrej ochrony przed inflacją. W warunkach wysokiej inflacji należy inwestować w te obligacje, których stopy zwrotu przekraczają oczekiwany wzrost inflacji, a więc w obligacje o zmiennym oprocentowaniu, których stopa zwrotu dopasowuje się do poziomu rynkowych stóp procentowych.

Ocena ryzyka, czyli jak korzystać z ratingów

Ocena ryzyka jest istotna dla każdego rodzaju inwestycji. Jednak w przypadku obligacji, mimo powszechnie panującej i w dużej mierze słusznej opinii o mniejszym stopniu ryzyka w porównaniu np. z akcjami, ocena ryzyka niewypłacalności ich emitenta ma z różnych względów bardzo duże znaczenie. Najbardziej znane agencje publikujące tego typu oceny, zwane ratingami, to Moody's, Standard & Poors, Fitch.

Polskie przepisy nie wymagają obowiązkowego nadawania ratingu obligacjom, z wyjątkiem emisji kierowanych na rynki zagraniczne. Jednak rating podnosi wiarygodność i prestiż podmiotu emitującego obligacje. Agencja przed nadaniem ratingu analizuje szczegółowo kondycję finansową emitenta obligacji i perspektywy rozwoju oraz wszelkiego rodzaju czynniki ryzyka. To zaś ma wpływ na koszty pozyskiwanego przez ten podmiot kapitału, czyli cenę sprzedaży obligacji lub ich oprocentowanie. Papiery o wyższym ratingu dają z reguły niższe odsetki lub są sprzedawane po wyższej cenie - w myśl żelaznej na rynku kapitałowym zasady mówiącej, że im mniejsze ryzyko, tym mniejszy zysk. Rating odzwierciedla poziom ryzyka kredytowego emitenta obligacji, wyrażanego za pomocą określonych symboli. Rating jest nadawany nie tylko przy okazji emisji obligacji, ale także weryfikowany aż do momentu wykupu obligacji.

Oznaczenia ocen nadawanych przez agencje ratingowe i ich interpretacja

Moody's	Standard & Poors	Fitch	Interpretacja oceny
Aaa	AAA	AAA	Obligacje o najwyższej jakości
Aa	AA	AA	Obligacje o wysokiej jakości
A	A	A	Obligacje o dużym stopniu wiarygodności spłaty; istnieje jednak możliwość obniżenia w przyszłości
Baa	BBB	BBB	Obligacje średniej jakości. Spłata kapitału i wypłaty odsetek nie są ani zabezpieczone w najwyższym stopniu, ani pozbawione gwarancji
Ba	BB	BB	Obligacje mają pewien charakter spekulacyjny
B	B	B	Obligacje wysoce spekulacyjne
B	CCC	CCC	Obligacje spekulacyjne o dużej niepewności
Caa	CC	CC	Obligacje o wysokim poziomie ryzyka kredytowego
Ca	C	C	obligacje o wyjątkowo wysokim poziomie ryzyka kredytowego
C	DDD	DDD	Znaczne ryzyko niewypłacalności
	DD	DD	Obligacje zagrożone zaprzestaniem płatności odsetek lub wykupu
	D	D	Obligacje, dla których zaprzestano płatności odsetek lub wykupu

Jak składać zlecenia kupna i sprzedaży obligacji?

W przypadku handlu obligacjami na rynku Catalyst, podobnie jak w przypadku wszystkich innych papierów wartościowych znajdujących się w obrocie giełdowym, posiadanie rachunku w biurze maklerskim to oczywiście podstawa. W zleceniu podaje się nie cenę, lecz procent wartości nominalnej obligacji. Jeśli np. wartość nominalna obligacji wynosi 100 zł, to podanie w zleceniu kupna ceny 99,1 oznacza, że gotowi jesteśmy ją kupić po 99,1 zł, a jeśli chcemy kupić obligację o wartości 1000 zł, wówczas zapłacimy 991 zł. Trzeba też pamiętać, że zawierając transakcję kupujemy, lub sprzedajemy nie tylko wartość nominalną, ale i część odsetek, należnych właścicielowi obliga-

cji proporcjonalnie do czasu, w którym był ich właścicielem, a ściślej biorąc do czasu rozliczenia transakcji sprzedaży w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych. Cena rozliczeniowa obligacji, czyli cena, jaką płaci kupujący i otrzymuje sprzedający obligację jest więc równa iloczynowi kursu obligacji i wartości nominalnej jednej obligacji powiększonemu o wartość odsetek obowiązujących na dzień, w którym powinno zostać przeprowadzone rozliczenie w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych., zgodną z tabelami odsetkowymi. W przypadku gdy wartość nominalna obligacji podlega indeksacji, dla obliczania ceny rozliczeniowej przyjmowana jest zindeksowana wartość nominalna jednej obligacji na dzień, w którym powinno zostać przeprowadzone rozliczenie w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych. Rozliczenie transakcji obligacji dokonuje się na drugi dzień roboczy po zawarciu transakcji (w przypadku akcji jest to trzeci dzień roboczy).

Koszty zawierania transakcji

Podstawowym kosztem zawierania transakcji obligacjami są prowizje maklerskie. Z reguły są one niższe niż w przypadku akcji lub innych instrumentów finansowych, ale i dość mocno zróżnicowane w poszczególnych biurach maklerskich. Wahają się od 0,15 do 0,39% wartości transakcji, a jednocześnie wynoszą co najmniej od 3 do 5 zł. Jeśli więc inwestor zamierza być bardzo aktywny na rynku obligacji, powinien dokonać przeglądu ofert biur maklerskich pod tym właśnie kątem.

Jaki podatek?

Podobnie jak dochód z akcji, czy odsetki od lokat, dochód z obligacji podlega opodatkowaniu podatkiem od dochodów kapitałowych, który wynosi 19%. W przypadku obligacji opodatkowany jest zarówno dochód wynikający z różnicy między ceną kupna a ceną sprzedaży obligacji, jak i z odsetek, czy dyskonta, w przypadku obligacji sprzedawanych poniżej wartości nominalnej. W przypadku obligacji kupionych i trzymanyh przez nabywcę przez dłuższy czas, nie ma problemu. Pojawia się jednak pewna komplikacja, gdy aktywnie handlujemy obligacjami na giełdzie. Podatek od odsetek płaci bowiem osoba, która otrzymuje je od emitenta. Ale cena rozliczeniowa obligacji na giełdzie zawiera odsetki należne proporcjonalnie do upływu okresu odsetkowego. Oznacza to, że sprzedający w październiku obligację od której emitent wypłaci odsetki na koniec grudnia, otrzyma odsetki należne za okres od stycznia do października w ramach ceny rozliczeniowej, mimo że emitent jeszcze ich nie wypłacił. Zapłaci je nabywca obligacji. Jednak znajdzie się on w grudniu w kłopotliwej sytuacji. Emitent wypłaci mu kwotę odsetek za cały rok, jednak podatek także będzie musiał zapłacić od całej tej kwoty, chociaż odsetki za dziesięć miesięcy „oddał” sprzedającemu. Zakładając teoretycznie, że kwota odsetek wynosi 60 zł rocznie, kupując obligację pod koniec października nabywca zapłaci odsetki za dziesięć miesięcy, czyli 50 zł sprzedającemu. W grudniu dostanie od emitenta 60 zł, od czego zapłaci podatek w kwocie 11,4 zł ($60 \cdot 0,19$). Na „odsetkowej” części transakcji poniesie więc niewielką stratę ($60 - 50 - 11,4 = -1,4$ zł). Z tego wniosek, że nie opłaca się kupować obligacji pod koniec okresu odsetkowego, lecz jak najbliżej jego początku (w praktyce najczęściej na początku roku lub półrocza, jeśli mamy do czynienia z półrocznym okresem odsetkowym).

Prawda o obligacjach

Obligacje nie muszą być nudne

W powszechnej opinii inwestowanie w obligacje jest nudne, nie przynosi ani dużych zysków, ani emocji typowych dla rynku akcji, czy innych bardziej ryzykownych instrumentów. Prawda jest jednak taka, że obligacje stanowią tak zróżnicowaną grupę, że można wśród nich znaleźć takie, które są niemal pozbawione ryzyka, przynoszą niewielki dochód, a ich ceny na rynku giełdowym zmieniają się w bardzo niewielkim zakresie, jak i takie, które dostarczają nie lada wrażeń i mogą być źródłem sporych zysków i równie pokaźnych strat.

Obligacje na każdą okazję

Analogicznie do akcji, czy kontraktów terminowych, gdzie możliwa jest gra zarówno na wyżkę cen, jak i na ich spadek, zróżnicowanie rodzajów obligacji powoduje, że można na nich zarabiać zarówno podczas fazy obniżania się rynkowych i oficjalnych stóp procentowych, jak i w czasie ich wzrostu.

Obligacje dla każdego

Często słyszy się opinię, że inwestujący w akcje nie potrzebują do niczego obligacji i że na obu tych rynkach działają inwestorzy zupełnie innego typu. Tymczasem racjonalnie działający inwestor konstruuje swój portfel z różnych składników i obligacji nie może w nim zabraknąć. Pełnią one w nim dwie funkcje: stabilizatora wartości portfela i czynnika ograniczającego ryzyko oraz instrumentu, dzięki któremu pieniądze czekające na prawdziwe inwestycyjne okazje nie leżą bezczynnie, lecz przynoszą być może niewielki, ale pewny dochód. Obligacje są też niezbędnym składnikiem wielu bardziej ryzykownych strategii, wykorzystujących np. opcje lub kontrakty terminowe. Za ich pomocą można także samodzielnie sporządzić na własny użytek produkt strukturyzowany, dostosowany do własnych potrzeb, przewidywań i strategii.

Więcej informacji o Catalyst:

www.gpwcatalyst.pl



www.gpwcatalyst.pl

