

Agata Jończyk*

ROZWÓJ POZAGIEŁDOWEGO RYNKU PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W POLSCE

DEVELOPMENT OF THE OTC IN POLAND

Summary

Over-the-counter market originated in the USA, where it was used by road construction companies. In the 1920s, these companies began to use OTC stock to gain capital for their own development. Initially, transactions were made by emissaries; however, in 1971, NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations) - the first electronic stock exchange - was developed.

Projects to create OTC stock in Poland began in 1994 and it was a long time before it became well established. Originally, it was intended that companies involved in the Mass Privatization Program (Program Powszechnej Prywatyzacji) would trade stocks there. However, only a fraction of over 500 companies taking part in the Program ventured to make their debut on the new market. After the initial failure, the role of the OTC stock on the Polish financial market had to be redefined. According to a new concept, the new market would aim at new, small and medium companies with a growth-potential. It was thought to be the GPW's (Warsaw Stock Exchange) breeding ground for the companies which were unable to meet listing requirements for larger exchanges, but which needed to gain capital to increase their activity. This strategy was not very successful either, as enterprises were very reluctant to enter the market. One of the reasons could be the fact that at the time when the Polish capital market was forming, all trading was possible only on the stock exchange. Also, the market was not sufficiently promoted, so small enterprises were unaware that they could gain capital there, instead

* mgr, doktorantka Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie.

of issuing shares on the stock exchange. Finally, overregulation might have contributed to the failure of the concept as excessive control hindered natural development and self-regulation of the OTC stock.

BondSpot has increased efforts to create a public market for government, municipal and corporate bonds and the market for public utilities. The platform, which enables bond trade on the secondary market Catalyst, has been formed with the primary aim of promoting investments in such bonds in Poland. This strategy seems to be efficient as it fills the market niche. It is in the time of crisis that the bond market may become a dark horse. Enterprises which face problems with obtaining investment credits while having difficulties meeting tough assessment criteria for borrowing capacity and cautious investors who have lost a chunk of their assets during the recent crisis are likely to choose bonds as an alternative to satisfy their needs - convenient for the former and save for the latter. The fear of another crisis and the possibility of the return of downward tendencies on exchanges both encourage less aggressive investments.

1. Uwagi wstępne

Ostatni kryzys finansowy i związana z nim bessą na giełdach daje dużą szansę na ożywienie alternatywnych rynków, takich jak np. polski BondSpot. Zainteresowanie mniej agresywnymi, bardziej bezpiecznymi formami inwestowania otwiera przed tym rynkiem nowe możliwości i pozwala mu wyznaczać nowe kierunki i cele, skierowane w oczekiwania inwestorów, jeszcze nie do końca wyleczonych po stratach ostatniej bessy.

Celem poniższego referatu jest analiza kierunku oraz barier rozwoju rynku pozagiełdowego na przestrzeni ostatnich lat. Ideą tego sektora powinno być wspomaganie rozwoju młodych, dynamicznych firm. Tego typu przedsiębiorstwa mają trudności z dostępem do środków finansowych, potrzebnych na rozszerzenie skali działalności i wzmocnienie pozycji rynkowej wobec konkurencji. Nie są one jeszcze znane, ani nie mają wystarczającego kapitału, aby zaistnieć na parkiecie giełdowym, muszą zatem szukać innych form pozyskiwania funduszy. W Polsce istnieją idealne warunki do rozwoju rynku pozagiełdowego.

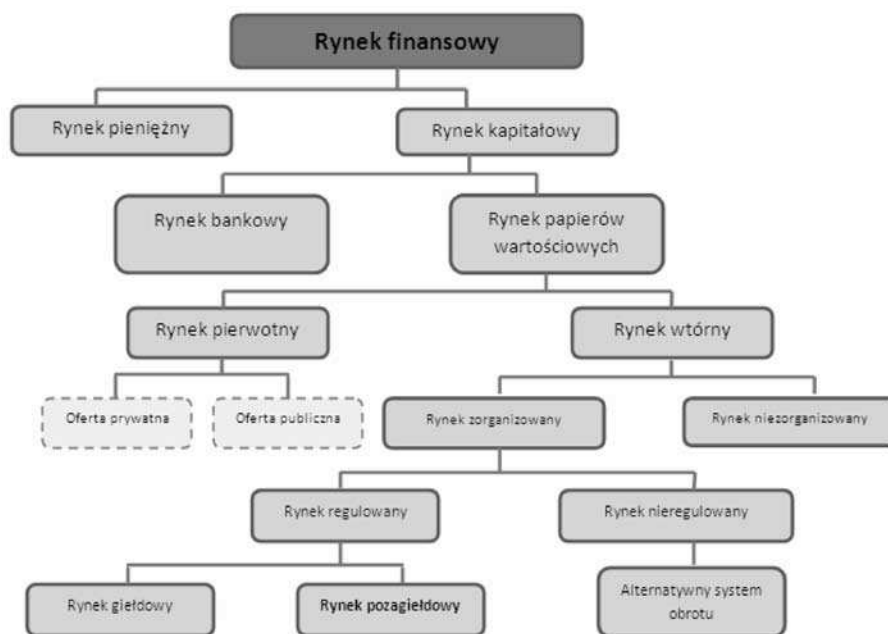
Poniżej zostanie pokazane miejsce, jakie zajmuje rynek pozagiełdowy w strukturze rynku finansowego, następnie jego historia, etapy rozwoju oraz plany na przyszłość.

2. Struktura rynku finansowego

Rynek finansowy jest to rynek, na którym dokonuje się transakcji instrumentami finansowymi [Wypych 2001, s. 15]. Większość definicji bierze pod uwagę termin zwrotu kapitału dzieląc ten rynek na dwa segmenty: pieniężny oraz kapitałowy. Pierwszy segment - pieniężny - to rynek instrumentów krótkoterminowych z okresem zwrotu nieprzekraczającym roku. Jest on definiowany jako ta część rynku finansowego, na której podmioty dokonują finansowania bieżącej działalności [Tarczyński 2008, s. 11]. Drugi segment natomiast można nazwać rynkiem funduszy średnio- i długoterminowych. Rynek kapitałowy tworzy rynek lokat i kredytów bankowych średnio- i długoterminowych (rynek bankowy) oraz rynek papierów wartościowych. Są to rynki uregulowane i nadzorowane przez odpowiednie instytucje finansowe. Kolejny wymiar dzieli rynek na pierwotny oraz wtórny. Na rynku pierwotnym następuje sprzedaż nowych emisji papierów wartościowych pierwszym nabywcom (inwestorom). Jest to ta część rynku, na której odbywa się zasilenie firmy (innego podmiotu) w kapitał. Natomiast rynek wtórny można określić jako uzupełnienie rynku pierwotnego. Na nim odbywa się obrót papierami wartościowymi pomiędzy inwestorami, z wyłączeniem ich emitenta [Nawrot 2009, s. 88]. Obrót papierami może mieć miejsce na giełdzie lub poza nią. Rynek giełdowy charakteryzuje się tym, że transakcje kupna/ sprzedaży odbywają się w określonym czasie i miejscu, natomiast rynek pozagiełdowy (OTC - over the counter market) nie ma ustalonego miejsca transakcji.

Odbywają się one za pomocą środków telekomunikacyjnych między biurami maklerskimi, przy czym rynek ten jest z reguły regulowany. Schemat 1 przedstawia ogólną strukturę rynku finansowego.

Schemat 1. Ogólna struktura rynku finansowego



Źródło: Opracowanie własne.

W tym referacie analizie poddano pozagiełdowy rynek papierów wartościowych. W tej chwili jest on najmniej rozwiniętym segmentem całego rynku w Polsce, ale ma bardzo duże perspektywy na ożywienie. Dobrze działający rynek pozagiełdowy stanowi ważny impuls do efektywnego funkcjonowania gospodarki rynkowej. Charakteryzuje się on względnie liberalnymi przepisami, co bardzo ułatwia pozyskanie kapitału na rozwój gmin, powiatów bądź też młodych przedsiębiorstw. Poza tym główne cechy odróżniające go od rynku giełdowego to możliwość negocjowania cen oraz transakcje zawierane bezpośrednio pomiędzy maklerami lub inwestorami.

3. Historia OTC

Początki rynku pozagiełdowego związane były z amerykańskimi spółkami budującymi drogi. W latach 20. XX w. spółki te właśnie poprzez rynek pozagiełdowy zaczęły pozyskiwać kapitał (emisje pierwotne) na własny rozwój. Na początku informacje, np. tabele kursów, były przekazywane przez kurierów, w związku z tym trafiały do odbiorców z dużym opóźnieniem, co powodowało, że rynek ten był bardzo chaotyczny i mało przejrzysty. Dopiero rozwój sieci telefonicznej i telegraficznej spowodował ewolucję

oraz większą przejrzystość. Punktem zwrotnym był rok 1961, kiedy to Amerykańska Komisja Papierów Wartościowych i Giełd (SEC) na zlecenie Kongresu przeprowadziła badania i analizy dotyczące trudności obrotu papierami wartościowymi na rynku OTC. Z analiz wyraźnie wynikało, że spora automatyzacja umożliwi znaczną poprawę obrotu na tym rynku. W konsekwencji tego w 1971 r. Krajowe Stowarzyszenie Dealerów Papierów Wartościowych NASD (National Association of Securities Dealers) stworzyło elektroniczny system obrotu pozagiełdowego NASDAQ - National Association of Securities Dealers Automated Quotations. Początkowo system ten zezwalał jedynie na publiczne przedstawianie ofert, bez automatycznego łączenia kontrahentów. W 1984 r. powstał system łączenia małych zleceń z najlepszymi zleceniami przeciwnymi (Small Order Execution System), co doprowadziło do wzrostu szybkości zawierania transakcji i zwiększenia ich płynności oraz – w konsekwencji – zwiększenia wolumenu transakcji. Stworzenie go bardzo pozytywnie wpłynęło na rozwój całego rynku kapitałowego. Obecnie rynek ten stanowi kluczowy element rynku pozagiełdowego.

Prace nad utworzeniem rynku pozagiełdowego w Polsce rozpoczęły się w 1994 r. W marcu tego roku nakreślona została koncepcja działania rynku, dająca nadzór nad nim samorządowi biur maklerskich [Łukasiewicz, Gancarczyk 1997, s. 27]. Pomysł na uformowanie rynku pozagiełdowego wiązał się z realizacją Programu Powszechnej Prywatyzacji (PPP)^[1]. W styczniu 1996 r. została zawiązana spółka akcyjna o nazwie Centralna Tabela Ofert SA (CeTO SA), która miała się zająć obrotem papierów wartościowych prywatyzowanych spółek. Jednak z wielkiego planu niewiele się udało: na parkiecie zadebiutowało zaledwie kilkanaście spółek. Należało zatem na nowo wyznaczyć cele dla tego rynku.

4. Tendencje rozwojowe pozagiełdowego rynku papierów wartościowych

Obecnie w Polsce instytucją prowadzącą polski rynek pozagiełdowy jest spółka BondSpot SA (dawniej MTS-CeTO SA). Do listopada 2000 r. akcjonariuszami były biura maklerskie oraz banki, po tej dacie grono akcjonariuszy zasilili Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie. Przyjęta przez spółkę strategia rozwoju w 2001 r. zakładała integrację środowiska maklerskiego i bankowego. Doprowadziło to do konsolidacji Centralnej Tabeli Ofert i Polskiej Giełdy Finansowej. Pomyślnie zakończone połączenie w wysokim

¹ Rządowy program (realizowany od grudnia 1994 r. do 1998 r.) przekształcenia 512 przedsiębiorstw państwowych w spółki prawa handlowego (spółki akcyjne). Głównym celem Programu było umożliwienie państwowym przedsiębiorstwom dostępu do szerszych rynków zbytu, kapitału oraz nowszych technologii. Dzięki temu miała zostać polepszona konkurencyjność oraz efektywność ich działania.

stopniu przyczyniło się do uruchomienia w kwietniu 2002 r. Elektronicznego Rynku Skarbowych Papierów Wartościowych (ERSPW). Był on częścią systemu Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych opracowanego przez Ministerstwo Finansów (odpowiednik systemu primary dealers, funkcjonującego na rozwiniętych rynkach długu na świecie) [www.mts-ceto.pl, odczyt: 2 kwietnia 2010]. System ten miał za zadanie poprawić przejrzystość, płynność, dostępność i efektywność obrotu skarbowymi papierami wartościowymi. Powodzenie tego projektu istotnie wpłynęło na rozwój innych rynków instrumentów dłużnych prowadzonych przez CeTO.

Następnym krokiem w realizacji procesu integracji oraz podążaniem za tendencjami globalizacyjnymi była współpraca z międzynarodowym operatorem rynku papierów dłużnych. Ten etap realizowany został poprzez nawiązanie współpracy z europejskim gigantem na rynku papierów dłużnych - włoską spółką MTS S.p.A. Grupa MTS nazywana Europejską Giełdą Obligacji Skarbowych objęła wówczas udział mniejszościowy (25%) w CeTO SA i udostępniła swoją platformę Telematico do obrotu papierami wartościowymi, zastępującą dotychczasowy system ERSPW. Dzięki tej platformie polski rynek pozagiełdowy pozyskał dostęp do technologii używanej na wszystkich rynkach działających w Grupie MTS. Największym plusem transferu rynku ERSPW na system Telematico było umożliwienie poszerzenia grona uczestników rynku o banki zagraniczne.

Spółka MTS pozostawała akcjonariuszem CeTO w latach 2004 - 2009. W tym czasie CeTO występowało pod nazwą MTS-CeTO SA. Struktura akcjonariuszy spółki zmieniała się wraz ze zmianami przepisów prawa regulującego polski rynek kapitałowy. Zgodnie z obowiązującą ustawą o obrocie instrumentami finansowymi „akcje spółki prowadzącej rynek pozagiełdowy mogą nabywać wyłącznie firmy inwestycyjne, banki, towarzystwa funduszy inwestycyjnych, zakłady ubezpieczeń, powszechne towarzystwa emerytalne oraz emitenci papierów wartościowych notowanych w obrocie na tym rynku. Za zgodą Komisji akcje spółki mogą nabywać inne krajowe i zagraniczne osoby prawne” [Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, art. 34]. W 2009 r. strategicznym akcjonariuszem została Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie. Obecnie posiada 92,47 % udziałów w kapitale zakładowym. Pozostałe akcje należą do banków (3,56 %), domów maklerskich (3,88 %) oraz innych podmiotów (0,09 %), w tym Skarbu Państwa, reprezentowanego przez Ministra Finansów [www.bondspot.pl, odczyt: 2 kwietnia 2010]. Grupa MTS pozostała partnerem technologicznym. W maju 2009 r. spółka zyskała nową nazwę - BondSpot SA.

Rysunek 1. Struktura akcjonariatu BondSpot SA (stan na marzec 2010 r.)



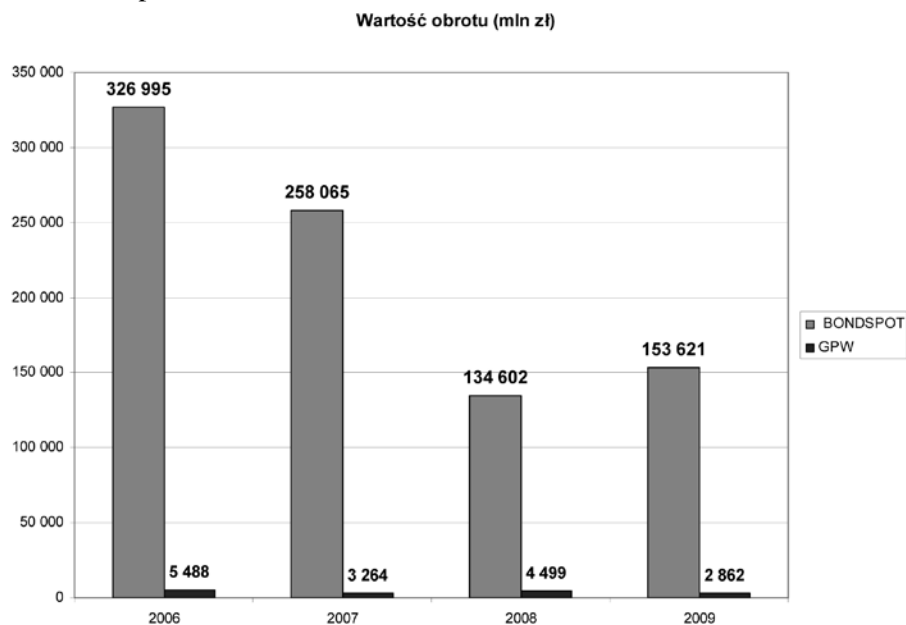
Źródło: www.bondspot.pl

Aktualnie BondSpot SA jest jedyną spółką posiadającą licencję na prowadzenie regulowanego rynku pozagiełdowego i jednocześnie mogącą tworzyć platformy elektronicznego obrotu papierami wartościowymi i instrumentami finansowymi, także na rynku nieregulowanym.

Przyjęty cel, nastawiony na dynamizację obrotu papierami wartościowymi, spółka próbuje realizować w dwóch segmentach: detalicznym – RPW oraz hurtowym - Treasury BondSpot Poland.

Treasury BondSpot Poland (do 4 stycznia 2010 r. MTS Poland) jest to nieregulowany hurtowy rynek obrotu obligacjami i bonami skarbowymi. Rynek ten zorganizowany jest w postaci platformy, opartej o najnowsze technologie stosowane przez wiodące europejskie rynki papierów skarbowych. Główną zaletą tej platformy jest umożliwienie zagranicznym dealerom działania na polskim rynku. Dzięki temu polski rynek pozagiełdowy stał się częścią globalnej platformy obrotu obligacjami. Ułatwił on także ustalenie cen bonów skarbowych i obligacji na dany dzień, na podstawie których inwestorzy mogą sporządzać wyceny swoich aktywów. Obroty na tym rynku w porównaniu do GPW wypadają bardzo korzystnie. Wykres 1 przedstawia porównanie wartości obrotu na giełdzie i na platformie BondSpot. Jak można łatwo zauważyć obroty na giełdzie stanowią ok. 1% obrotów na rynku pozagiełdowym.

Wykres 1. Wartość obrotu obligacji w mln zł w latach 2006 – 2009 na GPW oraz BondSpot



Źródło: Opracowanie własne na podstawie [www.bondspot.pl; *Rocznik Giełdowy* 2010].

Drugi obszar działalności spółki BondSpot to Rynek Papierów Wartościowych – RPW. Przedmiotem obrotu są tu przede wszystkim papiery dłużne. Notowanie na RPW umożliwia emitentom dostęp do szerokiej grupy inwestorów, zwłaszcza instytucjonalnych. Oznacza również większą płynność notowanych instrumentów oraz ich rynkową wycenę, co jest szczególnie istotne dla inwestorów instytucjonalnych, mających obowiązek dokonywania codziennej wyceny aktywów [www.gpw.pl, odczyt: 2 kwietnia 2010].

Kolejnym wydarzeniem związanym z pogłębianiem rynku pozagiełdowego było wprowadzenie 30 września 2009 r. dodatkowego systemu autoryzacji i obrotu dłużnymi instrumentami finansowymi – Catalyst. Jest to pierwsza w Polsce oraz w Europie Środkowo- Wschodniej platforma, która jest oparciem dla rynku giełdowego, pozagiełdowego oraz alternatywnych systemów obrotu wraz z mechanizmami optymalnego plasowania emisji i ich autoryzacji w systemach informacyjnych GPW [Dębski 2010, s. 136]. Architektura Catalyst sprawia, że jest on dostosowany do potrzeb różnych inwestorów – hurtowych i detalicznych, instytucjonalnych i indywidualnych. Uruchomienie tego systemu pod marką Giełdy Papierów Wartościowych stanowi dla emitentów czynnik zwiększający ich wiarygodność u inwestorów i kontrahentów, może być on też wykorzystany jako doskonałe narzędzie marketingowe do promocji gminy, powiatu bądź firmy.

5. Uwagi końcowe

Polski rynek pozagiełdowy papierów wartościowych długo szukał właściwej drogi rozwoju. Na początku obrót na nim miał opierać się na spółkach z Programu Powszechnej Prywatyzacji. Jednak z ponad 500 spółek objętych programem, na debiut na tym rynku zdecydowała się śladowa ilość. Po tym niepowodzeniu rynek ten wymagał ponownego zdefiniowania jego roli w polskim rynku kapitałowym. Nowa koncepcja zakładała stworzenie rynku przede wszystkim dla młodych, małych lub średnich firm o wzrostowym potencjale. Miał on działać na zasadzie inkubatora GPW dla spółek, które nie spełniały określonych wymogów dopuszczeniowych do rynku giełdowego, a potrzebowały pozyskać kapitał na rozszerzenie swojej działalności. Realizacja tej strategii także nie wychodziła najlepiej. Przedsiębiorstwa nie były chętne do wkraczania na ten rynek. Powodem mogło być formowanie polskiego rynku kapitałowego pod giełdę. Bardzo mała promocja tego rynku sprawiała, że niektóre małe przedsiębiorstwa w ogóle nie słyszały o możliwości pozyskania kapitału inaczej, niż przez wypuszczenie akcji na giełdzie. Kolejną przyczyną niepowodzenia mogło też być przeregulowanie. Zbyttna kontrola hamowała naturalną ewolucję i regulację rynku pozagiełdowego.

Od pewnego czasu spółka BondSpot zintensyfikowała działania w celu budowania publicznego rynku obligacji skarbowych, komunalnych i korporacyjnych oraz rynku dla przedsiębiorstw użyteczności publicznej. Jednym z celów stworzenia platformy umożliwiającej handel obligacjami na rynku wtórnym Catalyst było propagowanie inwestycji w te instrumenty w Polsce. Taka taktyka wydaje się być słuszna, wykorzystuje ona bowiem niszę rynkową. Szczególnie w dobie kryzysu rynek obligacji może stać się czarnym koniem.

Przedsiębiorstwa mające coraz większe trudności z uzyskaniem kredytów inwestycyjnych, przy zaostrzonych kryteriach oceny zdolności finansowej oraz ostrożni inwestorzy, którzy stracili sporą część aktywów w trakcie ostatniej bessy, wybiorą obligacje jako wygodną dla jednych i bezpieczną dla drugich alternatywę zaspokojenia potrzeb. Nie do końca zażegnane widmo kryzysu i powrotu tendencji spadkowych na rynkach zachęca do mniej agresywnych inwestycji.

Literatura

1. Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, PWN, Warszawa 2010.
2. Łukasiewicz M., Gancarczyk M., *Publiczny rynek pozagiełdowy*, Zachodnie Centrum Organizacji, Warszawa - Zielona Góra 1997.

3. Mishkin F. S., *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, PWN, Warszawa 2002.
4. Nawrot W., *Rynek kapitałowy i jego rozwój*, CeDeWu, Warszawa 2009.
5. Tarczyński W., *Rynki kapitałowe. Część 1. Metody ilościowe*, Placet, Warszawa 2008.
6. Wypych M., *Finanse i instrumenty finansowe*, Absolwent, Łódź 2001.
7. *Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi*.
8. *Rocznik Giełdowy 2010*, GPW, Warszawa 2010.

Wykaz stron internetowych

9. <http://www.bondspot.pl/>
10. <http://www.gpw.pl/>
11. <http://www.mts-ceto.pl/>