

# Piotr Zapadka

---

## Instrumenty finansowe notowane na rynku 'Catalyst' – wybrane zagadnienia prawne

---

Zeszyty Prawnicze 12/1, 129-145

---

2012

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej [bazhum.muzhp.pl](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

PIOTR ZAPADKA

Uniwersytet Kardynała Stefana Wyszyńskiego

## INSTRUMENTY FINANSOWE NOTOWANE NA RYNKU ‘CATALYST’ – WYBRANE ZAGADNIENIA PRAWNE

Rynek obligacji *Catalyst*, który rozpoczął swoje operacyjne funkcjonowanie wraz z dniem 30 września 2009 r., to łączna nazwa dla czterech platform obrotu instrumentami finansowymi, prowadzonymi przez Giełdę Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie (dalej „GPW”) oraz spółkę zależną od GPW – tj. BondSpot S.A. z siedzibą w Warszawie (dalej „BondSpot”). Wbrew nazwie o charakterze produktowym, nie jest to rynek obrotu wyłącznie obligacjami. Bardziej zasadne byłoby bowiem określenie rynku *Catalyst* jako zorganizowanego obrotu dłużnymi papierami wartościowymi. Niniejszy artykuł, z racji wzrastającego znaczenia gospodarczego tzw. „rynku długu” we współczesnej gospodarce wolnorynkowej, służyć ma prawnej charakterystyce rynku *Catalyst* z punktu widzenia rodzaju notowanych na tym rynku instrumentów finansowych.

### 1. UWAGI WSTĘPNE

Rynek *Catalyst*, tak jak to zostało wyżej przywołane, to łączna nazwa dla czterech platform obrotu instrumentami finansowymi, prowadzonych przez GPW oraz BondSpot. Warto przy tym zaznaczyć, iż przyjęta formuła organizacji handlu instrumentami finansowymi oznacza *de iure*:

(i) obrót w ramach alternatywnego systemu obrotu (w rozumieniu art. 78 w zw. z art. 21 ust. 2 ObrInFinU<sup>1</sup>) albo

(ii) obrót w ramach pozagiełdowego rynku regulowanego (w rozumieniu art. 14 w zw. z art. 15 ObrInFinU).

Alternatywny system obrotu (ASO) posiada definicję legalną na gruncie ObrInFinU, gdzie oznacza organizowany przez firmę inwestycyjną lub podmiot prowadzący rynek regulowany, poza rynkiem regulowanym, wielostronny system kojarzący oferty kupna i sprzedaży instrumentów finansowych w taki sposób, że do zawarcia transakcji dochodzi w ramach tego systemu, zgodnie z określonymi zasadami (art. 3 pkt 2 ObrInFinU)<sup>2</sup>.

W świetle art. 15 ObrInFinU oraz art. 3 ust. 9 ObrInFinU można zatem uznać, iż ASO nie jest rynkiem regulowanym, niemniej stanowi obrót zorganizowany papierami wartościowymi lub innymi instrumentami finansowymi dokonywany na terytorium RP. Cechą charakteryzującą ASO jest ograniczony (w porównaniu do rynku regulowanego) poziom regulacji oraz zredukowany zakres obowiązków informacyjnych, czego rezultatem są mniej czasochłonne i kosztowne procedury związane z wprowadzeniem instrumentów finansowych do takiego systemu obrotu, a nadto niższe koszty „obecności” instrumentów finansowych stanowiących przedmiot obrotu w tego typu systemie<sup>3</sup>.

Organizator ASO zobowiązany jest zapewnić:

(i) koncentrację podaży i popytu na instrumenty finansowe, będące przedmiotem obrotu w danym alternatywnym systemie obrotu w celu kształtowania ich powszechnego kursu,

(ii) bezpieczny i sprawny przebieg transakcji, jak również

---

<sup>1</sup> Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. 10 Nr 211, poz. 1384) (dalej zwana ObrInFinU).

<sup>2</sup> Zgodnie z przywołaną regulacją, nie stanowi alternatywnego systemu obrotu rynek organizowany przez NBP, jak również organy publiczne, którym powierzono zarządzanie długiem publicznym lub które uczestniczą w takim zarządzaniu, w tym lokując środki pochodzące z tego długu.

<sup>3</sup> K. HAŁADYJ, *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, Warszawa 209, s. 117.

(iii) upowszechnianie jednolitych informacji o kursach i obrotach instrumentami finansowymi, które są przedmiotem obrotu w danym alternatywnym systemie obrotu.

Natomiast posiadający wysoce formalny charakter rynek regulowany, jest w art. 14 ust. 1 ObrInstFinU definiowany jako (*verba legis*) działający w sposób stały system obrotu instrumentami finansowymi dopuszczonymi do tego obrotu, zapewniający inwestorom powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej w tym samym czasie przy kojarzeniu ofert nabycia i zbycia instrumentów finansowych oraz jednako- we warunki nabywania i zbywania tych instrumentów, zorganizowany i podlegający nadzorowi właściwego organu na zasadach określonych w przepisach ustawy, jak również uznany przez państwo członkowskie za spełniający te warunki i wskazany Komisji Europejskiej jako rynek regulowany.

Rynek regulowany na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej obejmuje: (i) rynek giełdowy oraz (ii) rynek pozagiełdowy (art. 15 ust. 1 ObrInstFinU).

Formuła pozagiełdowego rynku regulowanego stosowana jest w przypadku omawianego rynku *Catalyst*, w przypadku dwóch z czterech platform obrotu instrumentami finansowymi.

Warto także zaznaczyć, iż zgodnie z § 1 ust. 2 „*Zasad działania Catalyst*”<sup>4</sup> przyjęta konstrukcja tego rynku nie oznacza stworzenia wyodrębnionej (nowej) formy obrotu zorganizowanego, a także nie powinna być ona formalnie utożsamiana z prawnie zdefiniowaną formą *obrotu zorganizowanego* w rozumieniu art. 3 pkt 9 ObrInFinU.

W konsekwencji, przywołany obrót dłużnymi instrumentami finansowymi dokonywany jest w ramach alternatywnego systemu obrotu albo pozagiełdowego rynku regulowanego, które łącznie (funkcjonalnie, operacyjnie i produktowo) nazwane są rynkiem *Catalyst*.

---

<sup>4</sup> „*Zasady działania Catalyst*” przyjęte zostały uchwałą Zarządu GPW podjętą w dniu 27 stycznia 2010 r. jako ramowa regulacja funkcjonowania rynku *Catalyst*. Regulacje tego rodzaju, jak „*Zasady działania Catalyst*”, jakkolwiek istotne dla rzeczywistego funkcjonowania przybliżanego obszaru gospodarczego, nie posiadają przymiotu źródeł prawa powszechnie obowiązującego w rozumieniu art. 87 Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej, co można określić mianem *soft law* („miękkiego prawa”).

Zgodnie z § 1 ust. 1 „*Zasad działania Catalyst*”, rynek ten jest systemem obrotu dłużnymi instrumentami finansowymi.

Już *prima facie* uwagę zwraca fakt, iż „*Zasady działania Catalyst*” odnoszą się do „instrumentów finansowych”, nie zaś do „papierów wartościowych” w odniesieniu do określenia rodzaju aktywów, jakie mogą stanowić przedmiot obrotu na rynku *Catalyst*.

Instrumenty finansowe, które na gruncie „*Zasad działania Catalyst*” nie posiadają definicji legalnej, zdefiniowane są w art. 2 ust. 1 ObrInFinU. Z definicji tej wynika, iż są one pojęciem zakresowo szerszym wobec pojęcia papierów wartościowych w rozumieniu art. 3 pkt 1 ObrInFinU. Instrumentami finansowymi są bowiem zarówno papiery wartościowe, jak i instrumenty niebędące papierami wartościowymi (np. opcje, kontrakty terminowe, swapy, *etc.*).

Tym samym zaznaczyć należy, iż używana przez organizatorów obrotu oraz środki masowego przekazu produktowa (marketingowa) nazwa *Catalyst* jako „rynku obligacji”, będących rodzajem nieudziałowych papierów wartościowych, jest nazwą mylną, tak z punktu widzenia przyjętych w regulacjach wewnętrznych postanowień, jak i rzeczywistego *spectrum* walorów stanowiących przedmiot obrotu na tym rynku.

Wydaje się zatem, iż prezentowanie *Catalyst* jako tzw. rynku obligacji, ma na celu wyłącznie odróżnienie tej formy obrotu zorganizowanego od rynku akcji, który to rodzaj instrumentu finansowego dominuje (choć nie jest wyłączny) na rynku głównym GPW.

Innymi słowy, współczesne potrzeby komunikacji społecznej oraz pewnej zwięzłości przekazu marketingowego wymusiły niejako „hasłowe” przyporządkowanie rynku *Catalyst* do obligacji, co jest jednak nadmiernym uproszczeniem pojęciowym.

Przyjęte przez GPW i BondSpot regulaminy (zarówno alternatywnego systemu obrotu, jak i pozagiełdowego rynku regulowanego), które stanowią swoistą „podstawę normatywną” dla przeprowadzania obrotu na rynku *Catalyst*, również nie są w omawianej sferze definicyjnej jednolite.

W ich treści albo używane jest sformułowanie „dłużnych instrumentów finansowych” bez odrębnej definicji, albo wskazane są niektóre rodzaje papierów finansowych (np. obligacje, listy zastawne), albo też wprowadzane jest pojęcie „instrumentów dłużnych” (*vide* § 14 ust. 1 Regulaminu obrotu na pozagiełdowym rynku regulowanym organizowanym przez BondSpot, zgodnie z którym przedmiotem obrotu na rynku instrumentów dłużnych mogą być instrumenty dłużne, czyli papiery wartościowe o charakterze nieudziałowym w rozumieniu art. 4 pkt 10 ustawy o ofercie publicznej<sup>5</sup> oraz inne zbywalne papiery wartościowe inkorporujące prawa majątkowe odpowiadające prawom wynikającym z zaciągniętego długu).

Konkludując, stwierdzić należy, iż:

(i) regulacje o charakterze *soft law*, normujące zasady działalności rynku *Catalyst*, dopuszczają możliwość obrotu w ramach tej formuły prawnej szeroko rozumianymi instrumentami finansowymi, nie zaś papierami wartościowymi, co *nota bene* zgodne jest z koncepcją obrotu w ASO oraz pozagiełdowym rynku regulowanym przewidzianą przez regulacje ObrInFinU;

(ii) produktowa (marketingowa) nazwa rynku *Catalyst* jako rynku obligacji jest mylna, co tłumaczyć należy współczesnymi standardami w zakresie zwięzłego („hasłowego”) przekazu komunikacyjnego.

Pomimo iż przywołane „*Zasady działania Catalyst*” przewidują możliwość dokonywania na tym rynku obrotu instrumentami finansowymi, jakkolwiek niezdefiniowanymi, aktualny kształt rynku *Catalyst* pozwala na przyjęcie tezy, iż jest to rynek obrotu przede wszystkim dłużnymi papierami wartościowymi.

Warto przy tej okazji przypomnieć, iż dłużny papier wartościowy ucieleśnia określone w nim (inkorporowane) prawa majątkowe, które z papierem wartościowym są tak ściśle związane, że wyłącznie posiadanie tego papieru wartościowego jest jedynym prawnie skutecz-

---

<sup>5</sup> Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. 09 Nr 185, poz. 1439).

nym sposobem legitymacji uprawnionego do uzyskania wynikających z tego papieru wartościowego świadczeń<sup>6</sup>.

W literaturze przedmiotu ten rodzaj papierów wartościowych jest także określany mianem *wierzycielskich*, co wynika z faktu, iż prawa w nich ucieleśnione stanowią wierzytelności przysługujące ich nabywcom.

Niezależnie jednak od tego, czy używane jest określenie dłużnych, czy też wierzyielskich papierów wartościowych, wskazać należy, iż tego typu papiery wartościowe związane są ze stosunkami zobowiązanymi, inkorporującymi określoną wierzytelność oraz jednocześnie określone obowiązki (dług) emitenta<sup>7</sup>.

Jedną z wymienianych funkcji dłużnych (wierzyielskich) papierów wartościowych jest także ich pożyczkowy charakter.

W tego typu rozumieniu, które właściwe jest przede wszystkim dla literatury ekonomicznej, papiery wartościowe stanowią *sui generis* formę pożyczki kapitałowej na określony czas, po upływie którego podlega ona zwrotowi podmiotowi udzielającemu tej „pożyczki” wraz z odpowiednim oprocentowaniem należnym z tytułu czasowego korzystania ze środków pieniężnych przez emitenta<sup>8</sup>.

W tym kontekście możliwe jest scharakteryzowanie rynku *Catalyst* jako zorganizowanego wtórnego rynku obrotu długiem (z jednej strony) i obszarem pierwotnego pozyskiwania finansowania przez emitentów (z drugiej strony).

Podstawową funkcję gospodarczą rynku *Catalyst* stanowi bowiem pozyskiwanie kapitału przez emitentów papierów wartościowych, którzy oferują nabycie tych papierów potencjalnym inwestorom z wykorzystaniem rynku zorganizowanego, w formule ofert pierwotnych nabycia papierów wartościowych.

---

<sup>6</sup> I. WEISS, *Obligacje*, [w:] *Prawo papierów wartościowych, System Prawa Prywatnego*, red. A. SZUMAŃSKI, XIX, Warszawa 2006, s. 374

<sup>7</sup> Więcej na temat papierów wartościowych związanych ze stosunkami zobowiązanymi P. MACHNIKOWSKI, *Kodeks cywilny. Komentarz*, red. E. GNIEWEK, Warszawa 2006, s. 1385.

<sup>8</sup> W. BIEŃ, *Rynek papierów wartościowych*, Warszawa 1997, s. 24.

Niemniej rynek Catalyst umożliwia także obrót wtórny dłużnymi papierami wartościowymi, z tym wszelako zastrzeżeniem, iż obrót ten odbywa się do czasu określonych terminów wykupu tego rodzaju papierów wartościowych.

## 2. DŁUŻNE PAPIERY WARTOŚCIOWE NOTOWANE NA RYNKU *CATALYST*

Aktualnie, na rynku Catalyst notowane są następujące dłużne papiery wartościowe:

(i) tzw. obligacje korporacyjne, wyemitowane przez spółki prawa handlowego na podstawie ustawy o obligacjach (nominowane zarówno w polskich złotych, jak i w euro);

(ii) tzw. obligacje spółdzielcze, wyemitowane przez banki spółdzielcze;

(iii) hipoteczne listy zastawne, wyemitowane przez banki hipoteczne;

(iv) publiczne listy zastawne, wyemitowane przez banki hipoteczne;

(v) obligacje komunalne, wyemitowane przez jednostki samorządu terytorialnego oraz

(iv) obligacje skarbowe, wyemitowane przez Skarb Państwa.

W pierwszej kolejności wskazać należy na regulacje ustawy o obligacjach, na podstawie której dokonywana jest emisja tzw. obligacji korporacyjnych<sup>9</sup>.

W świetle tej ustawy obligacje mogą emitować m.in. podmioty prowadzące działalność gospodarczą, które posiadają osobowość prawną (w szczególności, choć nie wyłącznie, spółki kapitałowe w rozumieniu art. 4 pkt 2 KSH), a także spółki komandytowo – akcyjne (art. 2 pkt 1 ustawy o obligacjach).

Obligacja jest papierem wartościowym emitowanym w serii, w którym emitent stwierdza, że jest[p] dłużnikiem właściciela obligacji (obligatariusza) i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia, przy czym przez papiery wartościowe emitowane w serii rozumie się papiery wartościowe reprezentujące prawa majątko-

---

<sup>9</sup> Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach (Dz.U. 01 Nr 120 poz. 1300).



we podzielone na określoną liczbę równych jednostek (art. 4 ustawy o obligacjach)<sup>10</sup>.

Warto przy tym zaznaczyć, iż obligacje stanowiące przedmiot obrotu na rynku *Catalyst* nie posiadają formy dokumentu, co wynika ze zdematerializowanego charakteru obrotu dokonywanego na tym rynku (*vide* obowiązek prawny wynikający z art. 5 ObrInFinU w związku z § 6 pkt 1 „*Zasad działania Catalyst*”, zgodnie z którym dłużne instrumenty finansowe, które są przedmiotem ubiegania się o skierowanie do obrotu na rynkach *Catalyst*, powinny być zdematerializowane).

Kluczowymi dla tego rodzaju dłużnego papieru wartościowego elementami są termin wykupu oraz oprocentowanie.

Przywołana funkcja finansowania długiem polega bowiem na pozyskiwaniu przez emitenta tzw. kapitału zwrotnego dla potrzeb prowadzenia działalności, co powiązane jest z emisją dłużnych papierów wartościowych, będących potwierdzeniem określonych uprawnień nabywcy (wierzyciela) oraz zobowiązań emitenta (dłużnika).

Nabywcy dłużnego papieru wartościowego przysługuje zatem wobec emitenta roszczenie o zwrot pożyczonego kapitału w wartości nominalnej w określonym terminie wykupu, co powiększone jest o wynagrodzenie za czasowe udostępnienie środków pieniężnych<sup>11</sup>.

W prezentowanym ujęciu określony w warunkach emisji dłużnego papieru wartościowego termin wykupu jest oznaczonym terminem

---

<sup>10</sup> Obligacja powinna zawierać w szczególności: powołanie podstawy prawnej emisji; nazwę (firmę) i siedzibę emitenta, miejsce i numer wpisu do właściwego rejestru, nazwę obligacji i cel jej wyemitowania, jeżeli jest określony, wartość nominalną i numer kolejny obligacji, opis świadczeń emitenta, ze wskazaniem w szczególności wysokości tych świadczeń lub sposobu ich ustalania, terminów, sposobów i miejsc ich spełniania, datę, od której nalicza się oprocentowanie, wysokość oprocentowania, terminy jego wypłaty i miejsce płatności – jeżeli warunki emisji przewidują oprocentowanie – oraz warunki wykupu, zakres i formę zabezpieczenia albo informację o jego braku, miejsce i datę wystawienia obligacji, a także podpisy osób uprawnionych do zaciągania zobowiązań w imieniu emitenta, przy czym podpisy te mogą być odtwarzane sposobem mechanicznym.

<sup>11</sup> M. ROMANOWSKI, *Zagadnienia ogólne papierów wartościowych*, [w]: *Prawo papierów wartościowych, System Prawa Prywatnego*, XVIII, red. A. SZUMAŃSKI, Warszawa 2005, s. 11-12.

wykonania określonego świadczenia. Natomiast należne nabywcy papieru wartościowego wynagrodzenie za korzystanie z udostępnionych środków pieniężnych jest[p] rodzajem pożytków prawa w rozumieniu art. 54 k.c.<sup>12</sup>

Pożytkami będą zatem zarówno odsetki naliczane od wartości nominalnej stanowiącej przedmiot dłużnego papieru wartościowego, jak i (alternatywnie) przewidziane w konstrukcji określonego papieru wartościowego dyskonto, umożliwiające nabycie papieru wartościowego *ab initio* po cenie niższej niż cena nominalna, z jednoczesnym zobowiązaniem się emitenta do wykupu papieru wartościowego już po cenie nominalnej.

Warto także zaznaczyć, iż zgodnie z art. 24 ustawy o obligacjach z chwilą wykupu obligacje podlegają umorzeniu. Powyższe powoduje, iż stanowiące przedmiot obrotu na rynku *Catalyst* obligacje podlegają transakcjom sprzedaży przed terminem ich wykupu.

Uprawnienie do emisji obligacji banków spółdzielczych (tzw. obligacje spółdzielcze) wynika natomiast z przepisów ustawy z dnia 7 grudnia 2000 r. o funkcjonowaniu banków spółdzielczych, ich zrzeszaniu się i bankach zrzeszających (Dz. U. Nr 119, poz. 1252, ze zm.), w znowelizowanym brzmieniu, jakie obowiązuje od dnia 28 sierpnia 2009 r.<sup>13</sup>

W szczególności, nowe brzmienie art. 8 ustawy o funkcjonowaniu banków ... umożliwi bankom spółdzielczym (za zgodą tzw. *banku zrzeszającego*<sup>14</sup>) dokonywanie czynności przewidzianych przez

---

<sup>12</sup> E. GNIEWEK, [w:] *Kodeks cywilny. Komentarz*, red. E. GNIEWEK, Warszawa 2006, s. 118.

<sup>13</sup> Omawiane regulacje zostały uchwalone w ustawie nowelizującej ustawę o funkcjonowaniu banków spółdzielczych, ich zrzeszaniu się i bankach zrzeszających z dnia 1 lipca 2009 r. (Dz.U. Nr 127, poz. 1050) i weszły w życie w dniu 28 sierpnia 2009 r.

<sup>14</sup> Zgodnie z art. 2 pkt 2) ustawy o funkcjonowaniu banków spółdzielczych, ich zrzeszaniu się i bankach zrzeszających, *bankami zrzeszającymi* są wskazane w treści tej regulacji trzy następujące banki: Gospodarczy Bank Wielkopolski S.A. w Poznaniu, Bank Polskiej Spółdzielczości S.A. w Warszawie oraz Mazowiecki Bank Regionalny S.A. w Warszawie.

art. 6 ust. 1 PrBank<sup>15</sup>. Artykuł 6 ust. 1 pkt 3 PrBank przewiduje z kolei możliwość dokonywania przez banki krajowe obrotu papierami wartościowymi.

W literaturze przedmiotu przyjmuje się, iż jest to umocowanie do występowania przez banki w obrocie papierami wartościowymi zarówno w charakterze czynnym (jako emitenci), oraz biernym (jako nabywcy/zbywcy)<sup>16</sup>.

Powyższe oznacza, iż emisja obligacji przez banki spółdzielcze możliwa jest (łącznie) na podstawie trzech rodzajów regulacji:

(i) uprawnienia wynikającego ze znowelizowanego brzmienia art. 8 ustawy o funkcjonowaniu banków spółdzielczych, ich zrzeszaniu się i bankach zrzeszających;

(ii) uprawnienia zawartego w przywołanym art. 6 ust. 1 pkt 3 PrBank, stanowiącego podstawę dla działalności emisyjnej banków, oraz

(iii) art. 2 pkt 1 ustawy o obligacjach, który przewiduje uprawnienia emisyjne dla podmiotów prowadzących działalność gospodarczą i posiadających osobowość prawną.

Warto przy tym również zastrzec, iż innym (od obligacji) rodzajem dłużnego papieru wartościowego, które emitować mogą banki krajowe (w tym także banki spółdzielcze), są bankowe papiery wartościowe (*vide* art. 5 ust. 1 pkt 5 oraz art. 89-92 PrBank, a także art. 7 ustawy o funkcjonowaniu banków spółdzielczych, ich zrzeszaniu się i bankach zrzeszających).

Co do zasady, wydaje się, iż możliwe byłoby notowanie tego rodzaju papierów wartościowych na rynku *Catalyst*, aczkolwiek w chwili obecnej tego rodzaju papiery wartościowe nie stanowią przedmiotu obrotu na analizowanym rynku<sup>17</sup>.

---

<sup>15</sup> Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe (Dz.U. 02 Nr 72 poz. 665) (dalej zwana PrBank).

<sup>16</sup> P. ZAPADKA, *Usługi bankowości inwestycyjnej*, Warszawa 2012, s. 223.

<sup>17</sup> Więcej na temat prawnych możliwości obrotu na giełdowym rynku regulowanym omawianego rodzaju papierów wartościowych m.in. P. ZAPADKA, *Bankowe papiery wartościowe – dopuszczenie do obrotu na Giełdzie Papierów Wartościowych*, «Forum Prawnicze» 2/2010, s. 50 i n.

Hipoteczne listy zastawne są rodzajem dłużnych papierów wartościowych, przy użyciu których bank hipoteczny dokonuje bezpośredniej emisji tego rodzaju papierów wartościowych, w oparciu o wierzytelności z kredytów hipotecznych, które w tym wypadku stanowią sekurytyzowane aktywa<sup>18</sup>.

Natomiast w przypadku publicznych listów zastawnych, podstawą emisji jest kredyt zabezpieczony lub kredyt udzielony takim instytucjom, jak NBP, EBC, rządowi lub bankom centralnym państw członkowskich Unii Europejskiej, OECD, a także Skarbowi Państwa i jednostkom samorządu terytorialnego. W analizowanym przypadku zabezpieczeniem udzielanego kredytu nie jest hipoteka, lecz wysoka wiarygodność (wyceniania przez stosowny *rating*) i tym samym wypłacalność kredytobiorcy.

„Pierwotną” podstawą prawną dokonywania przez banki hipoteczne emisji listów zastawnych (hipotecznych listów zastawnych i publicznych listów zastawnych) jest art. 5 ust. 1 pkt 7 PrBank, zgodnie z którym bank uprawniony jest do (*verba legis*) wykonywania innych czynności przewidzianych wyłącznie dla banku w odrębnych ustawach.

Natomiast ową odrębną ustawą, do której odsyła art. 5 ust. 1 pkt 7 PrBank, jest ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych (Dz.U. 03. Nr 99 poz. 919), która w omawianym przypadku może być potraktowana jako „wtórna” podstawa emisji listów zastawnych.

Hipoteczne listy zastawne są papierami wartościowymi o charakterze dłużnym, imiennymi lub na okaziciela, w których emitent (bank hipoteczny) zobowiązuje się wobec nabywcy listu zastawnego (uprawnionego) do spełnienia określonych świadczeń pieniężnych, tj. do: (i) jego wykupu w określonym w warunkach emisji terminie po wartości nominalnej, oraz (ii) wypłaty należnych odsetek z tytułu jego nabycia na określony czas<sup>19</sup>.

<sup>18</sup> Więcej na ten temat m.in. R.W. KASZUBSKI, M. OLSZAK, *Bank hipoteczny. Zagadnienia prawne*, Warszawa 2000.

<sup>19</sup> Tak: M. ROMANOWSKI, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 1999, s. 73.

Dzięki tej emisji bank hipoteczny uzyskuje środki finansowe, z których może (następnie) refinansować kredyty zabezpieczone hipoteką<sup>20</sup>.

Istotą tego rodzaju emisji jest zatem mechanizm, zgodnie z którym listy zastawne są emitowane przez instytucję, która jest jednocześnie kredytodawcą, a nie tylko nabywcą wierzytelności wobec kredytobiorcy<sup>21</sup>.

Należy także nadmienić, iż bank hipoteczny (działając jako wierzyciel) uzyskuje w określonych przedziałach czasowych spłatę należnych rat kredytowych od kredytobiorcy, które to środki pieniężne (działając już jako dłużnik) wypłaca nabywcy listu zastawnego, powiększając o stosowne oprocentowanie hipotecznego listu zastawnego.

W świetle powyższego można uznać, iż dla banku hipotecznego emisja listów zastawnych jest podstawowym sposobem na zbudowanie bazy kapitałowej dla celów udzielania kredytów, przez co tradycyjna działalność depozytowo-kredytowa zostaje w przypadku wyspecjalizowanych banków hipotecznych zastąpiona przez swoistą działalność emisyjno-kredytową<sup>22</sup>.

Innymi słowy, bank hipoteczny jest wysoce wyspecjalizowanym pośrednikiem między kredytobiorcą (poszukującym kapitału) a nabywcą listu zastawnego (posiadającym nadwyżki kapitałowe), co wynika z faktu, iż w analizowanym procesie pozyskiwania funduszy zwrotnych o charakterze długoterminowym bank hipoteczny pośredniczy między dostarczycielem funduszy a kredytobiorcą, a nadto przyjmuje na siebie obowiązki emisji wspomnianych długoterminowych dłużnych papierów wartościowych, wraz z towarzyszącym temu ryzykiem emisyjnym, oraz równocześnie pełni stały nadzór nad kredytobiorcą.

Przybliżany w niniejszym artykule rynek *Catalyst* staje się zatem miejscem pozyskiwania przez banki hipoteczne, przy wykorzysta-

---

<sup>20</sup> Więcej na ten temat M. WĄSOWICZ, *Powrót bankowości hipotecznej. Założenia ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych*, «Rejent» 8.2/1998.

<sup>21</sup> Więcej na ten temat M. MICHAŁSKI, *Listy zastawne*, [w:] *Prawo papierów wartościowych, System Prawa Prywatnego*, XIX, red. A. SZUMAŃSKI, Warszawa 2006, s. 523.

<sup>22</sup> A. MIKOS-SITEK, P. ZAPADKA, *Polskie prawo bankowe*, Warszawa 2009, s. 161.

niu emisji listów zastawnych, kapitałów niezbędnych dla celów kontynuowania akcji kredytowej, na zasadach określonych przepisami o kogencyjnej naturze, zawartymi w ustawie o listach zastawnych i bankach hipotecznych.

Przywołany uprzednio art. 2 ustawy o obligacjach jest także podstawą prawną dla emisji tzw. obligacji komunalnych, choć bardziej właściwym określeniem byłoby pojęcie obligacji samorządowych.

Pojęcie „komunalny” łączy się bowiem *prima facie* przede wszystkim z miastami, podczas gdy ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych (Dz.U. Nr 157 poz. 1240) używa szerszego zakresowo pojęcia obligacji emitowanych przez jednostki samorządu terytorialnego, a nadto, określone uprawnienia do emisji obligacji wynikają z przepisów tzw. ustaw samorządowych, określających zasady działania gmin, powiatów oraz województw samorządowych.

W świetle art. 2 pkt 2 ustawy o obligacjach, zdolność emisyjną w zakresie tego rodzaju papierów wartościowych posiadają: gminy, powiaty, województwa, a także związki tych jednostek oraz miasto stołeczne Warszawa.

Podstawę prawną do emisji obligacji przez poszczególne jednostki samorządu terytorialnego, w tym także określania szczegółowych warunków/ zasad związanych z taką emisją, stanowią:

(i) uchwała rady gminy – art. 18 ust. 1 pkt 9 lit b ustawy z dnia 8 marca 1990 r. o samorządzie gminnym (Dz.U. 01 Nr 142 poz. 1591);

(ii) uchwała rady powiatu – art. 12 pkt 8 lit b ustawy z dnia 5 czerwca 1998 r. o samorządzie powiatowym (Dz.U. 01 Nr 142 poz. 1592) oraz

(iii) uchwała sejmiku województwa – art. 18 pkt 19 lit b ustawy z dnia 5 czerwca 1998 r. o samorządzie województwa (Dz.U. 01 Nr 142 poz. 1590).

Warto także zaznaczyć, iż w świetle art. 28 ust. 1 ustawy o obligacjach, „samorządowy” emitent obowiązany jest oznaczyć cel emisji, a nadto, nie może przeznaczyć środków pochodzących z emisji obligacji na inne cele.

Owa zasada przyporządkowania celu i pozyskanych środków pieniężnych jest w przypadku jednostek samorządu terytorialnego o tyle

zasadna, iż środki pochodzące ze sprzedaży papierów wartościowych (tzw. przychody budżetów jednostek samorządu terytorialnego) zaklasyfikowane są do środków publicznych w rozumieniu art. 5 ustawy o finansach publicznych i podlegają odrębnym regulacjom o publicznoprawnej naturze.

Na rynku *Catalyst* notowane są także obligacje skarbowe emitowane przez Skarb Państwa. W imieniu Skarbu Państwa w charakterze *statio fisci* działa Minister Finansów, który może emitować tzw. skarbowe papiery wartościowe, do których zaliczane są: *bony skarbowe* (art. 99 ustawy o finansach publicznych), *obligacje skarbowe* (art. 100 ustawy o finansach publicznych) oraz *skarbowe papiery oszczędnościowe* (art. 101 ustawy o finansach publicznych)<sup>23</sup>.

W świetle art. 95 ustawy o finansach publicznych należy uznać, iż skarbowe papiery wartościowe posiadają dłużny charakter<sup>24</sup>. W tego rodzaju papierach wartościowych inkorporowane są wierzytelności, stanowiące podstawę do żądania przez wierzyciela od dłużnika (Skarbu Państwa) wykonania określonego świadczenia w określonym terminie (art. 95 ust. 1 ustawy o finansach publicznych).

Skarb Państwa stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela takiego papieru i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia.

W przypadku omawianych skarbowych papierów wartościowych *świadczenia pieniężne* polegają na zapłacie kwoty pieniężnej, na którą składa się kwota równa kapitałowi udostępnionemu emitentowi przy

---

<sup>23</sup> Państwo jako *fiscus* wykonuje bowiem za pomocą swoich jednostek organizacyjnych (*stationes fisci*), niemających osobowości prawnej, swoje zadania społeczne i gospodarcze (*dominium*), także w sferze stosunków cywilnoprawnych o charakterze majątkowym (tak G. BIENIEK, *Reprezentacja Skarbu Państwa i jednostek samorządu terytorialnego w postępowaniu cywilnym*, Warszawa 2003, s. 7). Innymi słowy, Skarb Państwa jest o tyle specyficzną osobą prawną, iż nie posiada klasycznych organów, natomiast działa przez państwowe jednostki organizacyjne nieposiadające osobowości prawnej (*stationes fisci*, tak E. GNIEWEK, *op. cit.*, s. 84).

<sup>24</sup> *Verba legis*: skarbowy papier wartościowy jest papierem wartościowym, w którym Skarb Państwa stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela takiego papieru, i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia, które może mieć charakter pieniężny lub niepieniężny (art. 95 ust. 1 ustawy o finansach publicznych).

nabytcu dłużnego papieru wartościowego (wartość nominalna) oraz zwykle kwota stanowiąca wynagrodzenie (pożytki prawa) dla nabywcy tego rodzaju papieru wartościowego za czasowe „udostępnienie kapitału”<sup>25</sup>.

Funkcjonalnym zastosowaniem obligacji skarbowych jest zapewnienie krótkoterminowego finansowania (kredytowania) deficytu budżetu państwa.

W takim właśnie kontekście obligacje skarbowe są papierami wartościowymi emitowanymi na przybliżanym w niniejszym artykule rynku *Catalyst*, który umożliwia emitentowi (Skarbowi Państwa reprezentowanemu przez Ministra Finansów) pozyskiwanie środków pieniężnych także w tego rodzaju formule rynku zorganizowanego.

Obligacje skarbowe, będące rodzajem skarbowych papierów wartościowych, w przeciwieństwie do bonów skarbowych, są rodzajem skarbowego papieru wartościowego charakteryzującym się większą elastycznością (*vide* rozszerzona możliwość oferowania obligacji skarbowych w kraju i za granicą oraz dopuszczenie konstrukcji obligacji skarbowych opartych zarówno na oprocentowaniu odsetek, jak i określonym dyskoncie). Nadto, zgodnie z art. 96 ustawy o finansach publicznych obligacja skarbowa jest skarbowym papierem wartościowym średnio- i długoterminowym, gdzie określoną przez ustawodawcę cezurą czasową jest rok – rozumiany jako (nie mniej niż) 365 dni.

Obligacje skarbowe mogą także posiadać charakter hurtowy (zawężony do instytucji finansowych krąg adresatów) albo detaliczny (szeroki krąg adresatów).

Obligacje skarbowe oferowane na rynkach zagranicznych emitowane są na podstawie rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 15 grudnia 2010 r. w sprawie warunków emitowania obligacji skarbowych oferowanych na rynkach zagranicznych (Dz.U. Nr 244 poz. 1630).

---

<sup>25</sup> L. SOBOLEWSKI, [w:] *Prawo papierów wartościowych*, red. S. WŁODYKA, Warszawa 2004, s. 346.



### 3. PODSUMOWANIE

Współczesne realia funkcjonowania nowoczesnych gospodarek wolnorynkowych wskazują na istotny problem stałego zadłużania się, tak w wymiarze publicznoprawnym (budżet państwa i jednostek samorządu terytorialnego), jak i w wymiarze prywatnoprawnym (zadłużenie przedsiębiorców i gospodarstw domowych).

Funkcjonuje zatem odrębna kategoria gospodarcza, określana mianem tzw. rynku długu, który umożliwia zaspokajanie stałych potrzeb pożyczkowych określonych podmiotów, która, podobnie jak inne obszary gospodarcze, podlega określonym mechanizmom gry popytu i podaży, a także wzrastającej konkurencji podmiotów „emitujących dług”.

Stały wzrost znaczenia omawianego w niniejszym artykule rynku *Catalyst* dla polskiego rynku finansowego jest potwierdzeniem ciągłego zapotrzebowania na pozyskiwanie krótko- lub średnioterminowego finansowania działalności emitentów dłużnych papierów wartościowych.

Formuła emisji nieudziałowych papierów wartościowych (w przeciwieństwie choćby do rynku akcji) jest dla ich emitentów o tyle interesująca, iż nie wymaga jednoczesnej partycypacji podmiotu udzielającego finansowania w sferze właścicielskiej emitenta, co może być przez te podmioty niepożądane lub z punktu widzenia prawnego niemożliwe (*vide* brak możliwości emitowania akcji przez emitentów obligacji skarbowych, obligacji komunalnych czy też obligacji spółdzielczych).

Rynek *Catalyst* umożliwia zatem pozyskiwanie finansowania przez szerokie *spectrum* emitentów, a jednocześnie, z racji określonych zasad obrotu zorganizowanego (*vide* transparentność informacyjna, autoryzowani uczestnicy obrotu, system rozliczeń i rozrachunku transakcji organizowany przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych *etc.*), jest dla uczestników tego obrotu rynkiem stosunkowo bezpiecznym i przejrzystym.

THE FINANCIAL INSTRUMENTS LISTED ON THE CATALYST  
BOND MARKET: SELECTED LEGAL ASPECTS

Summary

The Catalyst Bond Market, which was launched on 30 September 2009, comprises four trading platforms which operate on the transaction platforms of the Warsaw Stock Exchange and BondSpot.

Two of them can be classified as multilateral trading facilities (MTF) (in the meaning of art. 3 point 2 of the Trading in Financial Instruments Act of 29 July 2005) and the other two are an off-exchange regulated market (in the meaning of art 15 paragraph 1 point 2 of the Trading in Financial Instruments Act of 29 July 2005).

Although the name of this market may suggest otherwise, bonds are not the only subject of the market transactions on the Catalyst Bond Market. This simplification may be due to social communication and marketing requirements.

Besides bonds issued by companies (corporate bonds) and co-operative banks (co-operative bonds), other kinds of debt securities are listed on this market (i.e. issued by mortgage banks, cities, or even the State Treasury). Thus it would be more accurate to call Catalyst an organised debt securities market.

Debt securities can be much more attractive for an issuer than equity securities. The issuer may for some reason wish to discourage the buyer of securities from exercising his ownership rights, e.g. by voting at the shareholders' general meeting.

The aim of this article is to describe this kind of organised debt securities market from the legal perspective, taking into consideration the growth of the debt market in the modern economy.