

RYNEK EUROOBLIGACJI W POLSCE

REKOMENDACJE

1. Aktywizacja polskiego rynku emisji obligacji dla rezydentów polskich zainteresowanych emisjami euroobligacji oraz nierezydentów zainteresowanych emisjami z Polski, które są kierowane do inwestorów zagranicznych i lokalnych, poprzez:
 - rozwiązanie zagadnienia podatku od odsetek dla emisji skierowanych do nierezydentów,
 - rozwój polskich instytucji rynku finansowego.
2. Podjęcie działań sprzyjających wzrostowi płynności i obrotów na rynku obligacji dzięki:
 - liberalizacji kryteriów dla papierów *NBP eligible*,
 - poprawie płynności i wydłużeniu *duration* transakcji REPO.
3. Zmiany w przepisach podatkowych w zakresie podatku od osób fizycznych inwestujących w obligacje.

UZASADNIENIE

Suma emisji euroobligacji z rynku polskiego na koniec roku 2016 wyniosła ok. 59 mld euro, z czego znakomitą większość stanowiły emisje zrealizowane przez Skarb Państwa, BGK i 500 mln euro listów zastawnych z banku hipotecznego PKO BP. Dodatkowe 7,3 mld euro emisji euroobligacji pochodziło od korporacji i banków komercyjnych. Emisje te były przeprowadzane głównie przez podmioty zależne zlokalizowane w Szwecji i kilka we Francji. Główną przyczyną tego stanu rzeczy były: brak dostępności na polskim rynku finansowym rozwiązań umożliwiających rozliczenie emisji, brak płynności i inwestorów, którzy z reguły wybierają inne główne rynki obrotu w Europie (np. giełdy w Luksemburgu i Dublinie), korzystne umowy dotyczące podatku u źródła, powiązane z licznymi udogodnieniami operacyjnymi, jak m.in. brak praktyki pozyskiwania certyfikatów rezydencji i konieczności identyfikacji inwestorów.

Od końca 2016 roku (w następstwie wejścia w życie przepisów dotyczących przeciwdziałania obchodzeniu prawa podatkowego z dnia 15 lipca 2016 r.³) do dzisiaj były łącznie jedynie dwie emisje korporacyjne: 1 mld euro (i dwie spłaty 760 mln euro) oraz dwóch emitentów bankowych (wyłączając emisje skarbowe, BGK i banków hipotecznych PKO BP i mBanku). W efekcie łączna wartość portfela

³ Przepisy dotyczące przeciwdziałaniu obchodzenia prawa podatkowego weszły w życie 1 lipca 2017 roku. Dnia 20 listopada 2017 roku zostało wydane obwieszczenie Ministra Spraw Zagranicznych o sprostowaniu błędów w polskim tekście Konwencji między Rządem Rzeczypospolitej Polskiej a Rządem Królestwa Szwecji w sprawie unikania podwójnego opodatkowania i zapobiegania uchylaniu się od opodatkowania dochodu, podpisanej w Sztokholmie 19 listopada 2004 roku (wprowadzenie za rozstrzygającym tekstem angielskim terminu *rzeczywisty beneficjent* do art. 11 ust. 1 ww. Konwencji, przewidującego zwolnienie odsetek z podatku u źródła).

emisji euroobligacji emitowanych przez podmioty komercyjne na połowę czerwca 2018 roku wyniosła 8,8 mld euro, a więc wzrosła w porównaniu do końca 2016 roku o ok 1,5 mld euro. W tym samym czasie zaobserwowano dynamiczny wzrost emisji listów zastawnych (na które zniesiony został podatek WHT w 2016 r.), których wartość wzrosła od końca 2016 roku o 1,9 mld euro.

W efekcie rodzi się pytanie, czy dobrze wykorzystane zostały wyjątkowo korzystne warunki do pozyskiwania finansowania w formie euroobligacji w latach 2017–2018, w środowisku historycznie najniższych stóp i ogromnego popytu na euroobligacje spowodowanego m.in. luźną polityką monetarną w UE i obowiązującym wtedy, a stopniowo teraz wycofywanym programem *quantitative easing*.

Przez ostatnie 1,5 roku rynek polskich emitentów euroobligacji żył w niepewności związanej z decyzjami dotyczącymi opodatkowania podatkiem u źródła wypłacanych odsetek oraz opublikowanym ostrzeżeniem Ministra Finansów z dnia 12 czerwca 2017 r., Nr 003/17, przed optymalizacją podatkową z wykorzystaniem spółek zagranicznych z uwagi na przepisy dotyczące tzw. miejsca zarządu.

Od dłuższego czasu oczekuje się na przepisy zmieniające obecny stan rzeczy. Warto wykorzystać ten okres do napisania takich, które przywrócą emisje rynkowi, zdynamizują go i zachęcą nie tylko polskich rezydentów, ale także emitentów z krajów ościennych do korzystania z polskiego rynku do plasowania emisji. Spowoduje to rozwój polskich instytucji rynku kapitałowego (m.in. Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych), zwiększy obroty na Giełdzie Papierów Wartościowych oraz przyczyni się do rozwoju usług towarzyszących emisji obligacji, czyli głównie prawnych, księgowych i doradztwa podatkowego, oraz do rozwoju lokalnych banków w kierunku świadczenia funkcji oferujących obligacje na rynku krajowym i rynkach zagranicznych.

Kolejnym postulatem jest konieczność sformułowania zaktualizowanych kryteriów dla papierów wartościowych emitowanych przez spółki, które miałyby charakter *NBP eligible* dla celów kredytu refinansowego. Obecne kryteria to:

- rejestracja papierów wartościowych w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych SA,
- dopuszczenie do obrotu regulowanego,
- wartość emisji powyżej 100 mln złotych,
- rating emisji i emitenta na poziomie inwestycyjnym,
- gwarancja Skarbu Państwa lub instytucji finansowej posiadającej rating inwestycyjny dotycząca emisji.

Bez modyfikacji kryteriów pewnie w dalszym ciągu do zabezpieczeń przedstawianych NBP będą przedstawiane prawie wyłącznie obligacje skarbowe lub bony pieniężne NBP (na liście akceptowanych papierów były oprócz tego tylko obligacje BGK, PKN ORLEN oraz Energii).

Jednym z kierunków mogłoby być rozważenie włączenia papierów wartościowych emitowanych przez banki hipoteczne lub wybrane spółki, których akcje notowane są na rynku głównym GPW (nawet jeżeli ich rating jest niższy niż inwestycyjny). Przy zachowaniu odpowiedniego poziomu *hair cut* oraz

zastosowaniu odpowiednich modeli pomiaru ryzyka być może takie działania byłoby możliwe i zwiększało dostępną bazę płynności dla rynku finansowego.

Kolejnym elementem istotnym dla szeroko rozumianego rynku obligacji w Polsce jest rynek repo. Miesięczna skala obrotów na nim szacowana jest na 300 mld zł, ale wskutek wprowadzonego w lutym 2016 roku podatku bankowego międzybankowy rynek repo w ostatnim dniu miesiąca praktycznie zamarł, a ponadto skróciło się jego *duration* i teraz dominują na nim transakcje *o/n*, *tomnext* czy co najdalej *1 week*. Warto dyskutować, czy kosztem stosunkowo niskiego przychodu z podatku bankowego na tym rynku warto tak istotnie ograniczać podstawowy czynnik jego rozwoju, jakim jest płynność.

Ostatnim wreszcie, ale także bardzo istotnym ogniwem na drodze rozwoju polskiego rynku kapitałowego w kierunku zwiększenia jego transakcyjności i płynności są zmiany dotyczące opodatkowania przychodów z odsetek od obligacji osób fizycznych. Chodzi o naliczanie podatku od całości odsetek za dany okres odsetkowy niezależnie od terminu nabycia papieru w trakcie okresu odsetkowego, a następnie jego zbycia w trakcie okresu odsetkowego. W ten sposób podatek dla inwestorów indywidualnych może w skrajnym przypadku wynieść więcej niż przychód odsetkowy.