

Waldemar Rogowski, Kamil Gemra

Wpływ przypadku firmy GetBack na polski rynek finansowy

Problemy firmy windykacyjnej Get-Back to w ostatnich kilkunastu latach jedno z najgłośniejszych wydarzeń na rynku finansowym w Polsce. Szacuje się, że poszkodowanych inwestorów jest około 20 tysięcy. Do tej grupy zalicza się ponad 9 tysięcy obligatariuszy, tysiące akcjonariuszy oraz inwestorów posiadających certyfikaty w funduszach sekurytyzacyjnych zarządzanych przez GetBack. Celem artykułu jest zbadanie wpływu przypadku GetBack na funkcjonowanie różnych segmentów rynku finansowego.

Faktyczną niewypłacalność windykatora porównuje się do jednej z największych światowych afer finansowych, jaką była sprawa Enronu. Zarówno tam, jak i za sprawą GetBack, szkody były rozległe. Co jednak najważniejsze, oba przypadki podważają tak ważne na rynku finansowym zaufanie do instytucji rynku finansowego.

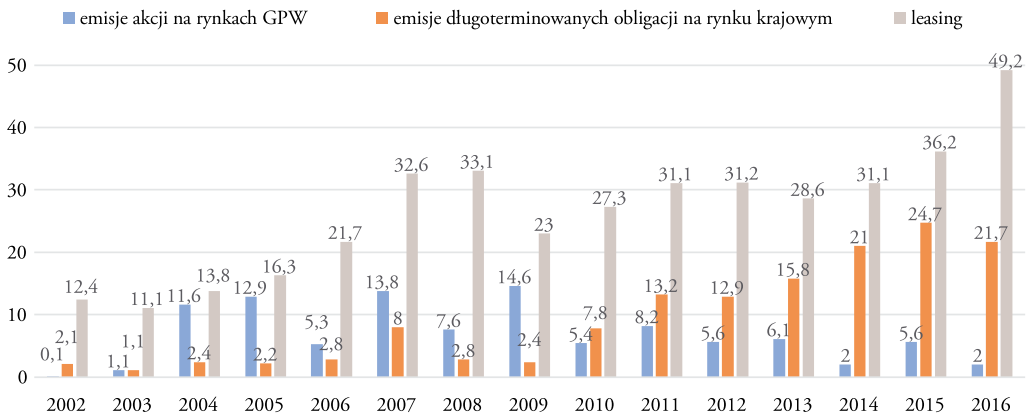
W artykule postawiono tezę mówiącą o tym, że mamy do czynienia z istotnym wpływem pojedynczego zdarzenia na wiele segmentów rynku finansowego i gospodarki. Przedstawienie argumentów za postawioną tezę nastąpi za pomocą analizy danych wtórnych i obserwacji wydarzeń, jakie miały miejsce w związku z problemami firmy.

Istota, cechy i rola obligacji na rynku finansowym w Polsce

Polski model rynku finansowego spełnia kryteria modelu kontynentalnego, gdzie głównym ośrodkiem są banki, które finansują działalność przedsiębiorstw. W anglosaskim modelu systemu finansowania, znaczącym źródłem pozyskiwania kapitału są dłużne papiery wartościowe, a obrót nimi jest rozwinięty. Na rodzimym rynku, kredyty bankowe finansują około 80-85 procent zapotrzebowania przedsiębiorstw na kapitał. Są zatem głównym źródłem finansowania ich działalności i rozwoju. Pozostałe źródła finansowania to finansowanie pozabankowe, którego źródła zostały zaprezentowane na rysunku 1.

Dominującym źródłem pozabankowego finansowania jest leasing. Na uwagę zasługuje natomiast fakt, że coraz większe znaczenie w finansowaniu przedsiębiorstw ma kapitał pochodzący z emisji obligacji. Od 2010 roku jest on zdecydowanie bardziej istotny niż kapitał z emisji akcji. Można to zapewne tłumaczyć sytuacją na GPW, gdzie najpierw światowy kryzys wystraszył inwestorów, w tym szczególnie inwestorów indywidualnych, a następnie niekorzystne zmiany w OFE sprawiły, że znacząco spadła atrakcyjność polskiego rynku akcji, a co za tym idzie, pozyskiwania finansowania w ten sposób. Ponadto, w 2017 i 2018 roku mieliśmy do czynienia

Rysunek 1 **Pozabankowe źródła finansowania przedsiębiorstw (w mld zł)**



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

nia ze zjawiskiem wycofywania spółek z giełdy przez dominujących akcjonariuszy. Lata 2014-2016 to silna dominacja kapitału pozyskiwanego z emisji obligacji nad kapitałem pozyskiwanym z emisji akcji.

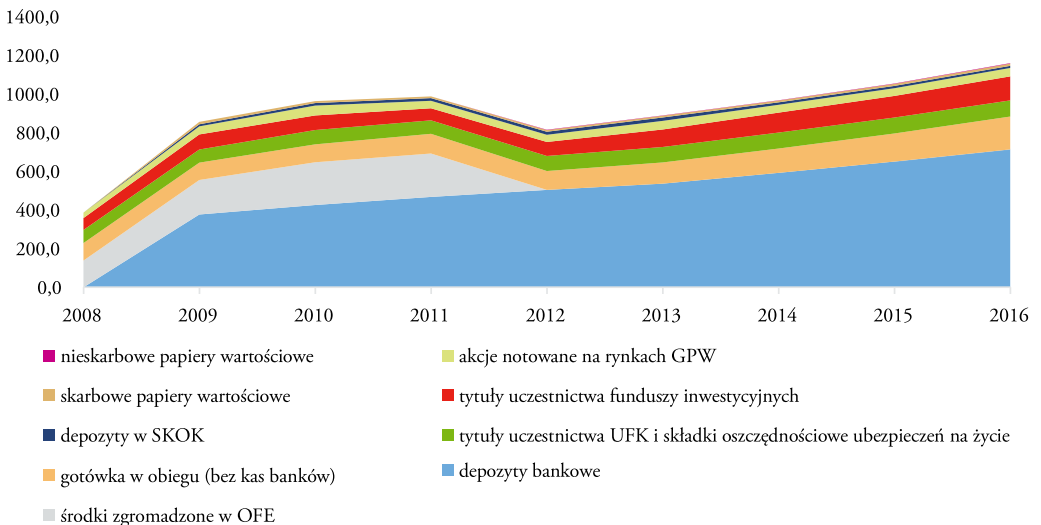
Jeżeli popatrzymy z drugiej strony na rynek finansowy, czyli na strukturę aktywów gospodarstw domowych, to mamy potwierdzenie cech kontynentalnego modelu finansowego. Dane te zawiera rysunek 2.

Gospodarstwa domowe lokują swoje oszczędności głównie w depozytach bankowych. Ponadto, analizując sytuację z ich perspektywy, to posiadają znacznie więcej akcji niż nieskarbowych obligacji.

Oznacza to, że bezpośrednie inwestycje w nieskarbowe obligacje nie były popularne. Natomiast z roku na rok zwiększa się udział aktywów gospodarstw domowych w funduszach inwestycyjnych, gdzie popularne są bezpieczne formy inwestowania, a poprzez fundusze obligacji korporacyjnych kapitał stamtąd wędruje do emitentów tychże papierów dłużnych.

Odnosząc się już do samych obligacji, jako instrumentów finansowych, są to papiery wartościowe, w których emitent obligacji jest dłużnikiem posiadacza obligacji (obligatariusza). Podmiot ten zobowiązuje się do wykupu obligacji, tj. zapłacenia odsetek oraz wartości nomi-

Rysunek 2 **Struktura aktywów finansowych gospodarstw domowych wg stanu na koniec okresów (w mld zł)**



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

nału obligacji [Jajuga K., Jajuga T., 2012, s. 27]. Instrumenty finansowe tego typu mogą być wystawiane na okaziciela bądź jako papiery wartościowe imienne [Wacławczyk, 2003, s. 15].

Ustawa o obligacjach pozwala na dość swobodne kształtowanie stosunku zobowiązaniowego wynikającego z obligacji. Stąd też praktyka rynkowa wykształciła wiele rodzajów obligacji. Jednym z kluczowych podziałów obligacji nieskarbowych jest podział ze względu na emitenta.

Wygląda on następująco:

- obligacje korporacyjne – emitowane przez podmioty gospodarcze mające osobowość prawną,
- obligacje komunalne – emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego lub związki tych jednostek [Jajuga K., 2006, s. 21-22].

Istotnym podziałem ważnym dla inwestorów jest podział obligacji ze względu na długość okresu do wykupu.

Rozróżniamy:

- obligacje krótkoterminowe – o okresie od daty emisji do daty wykupu nie dłuższym niż jeden rok,
- obligacje średnioterminowe – o okresie wykupu od 1 roku do 5 lat,
- obligacje długoterminowe – o okresie wykupu powyżej 5 lat [Jajuga K., Jajuga T., 2008, s. 34-35].

Praktyka rynkowa wskazuje, że z perspektywy inwestorów indywidualnych, kluczowym jest podział ze względu na konstrukcję oprocentowania:

- obligacje o stałym oprocentowaniu,
- obligacje o zmiennym oprocentowaniu,
- obligacje zerokuponowe (dyskontowe) [Fabozzi, 1999, s. 15-19].

Istotną kwestią wpływającą na konstrukcję obligacji są ich opcje. Szczególnie chodzi tutaj o opcję wcześniejszego wykupu, przysługującą emitentowi lub nabywcy. Takie opcje są bardzo popularne wśród emitentów obligacji na rynku Ca-

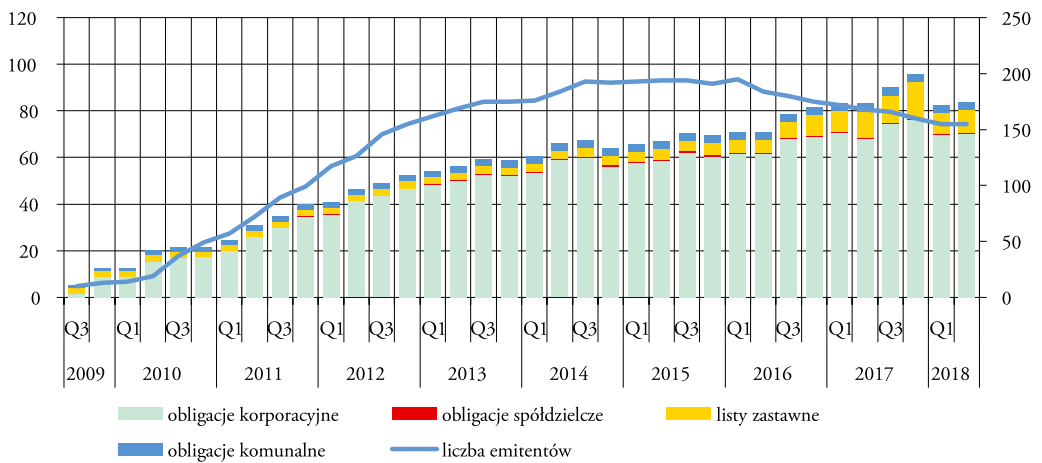
talyst. Podstawowe typy takich opcji to:

- opcja wcześniejszego wykupu obligacji przez emitenta (opcja CALL) – przysługujące emitentowi prawo bezwarunkowego odkupu obligacji od obligatariuszy przed pierwotną datą wykupu, w celu ich umorzenia,
- opcja wcześniejszego wykupu obligacji na żądanie obligatariuszy (opcja PUT) – przysługujące obligatariuszowi prawo zażądania wcześniejszego, przed pierwotną datą wykupu, dokonania wykupu obligacji przez emitenta. Obligatariusz może w takim przypadku zażądać, aby w określonym dniu, ustalonym w warunkach emisji, emitent odkupił od niego obligacje po cenie ustalonej w postanowieniach dotyczących opcji, niezależnie od aktualnej wyceny rynkowej, płynności na rynku instytucji finansowej emitenta [Puzyrewicz, 2011, s. 39].

Z praktyki rynkowej wynika, że zdecydowanie dominują opcje *call* po stronie emitenta. Opcja ta jest bardzo korzystna dla spółek o stabilnej sytuacji finansowej. Mogą one bowiem refinansować swoje zadłużenie, jeżeli znajdą tańszy kapitał. Szczególnie ma to znaczenie, gdy oczekuje się obniżek stóp procentowych. Z kolei opcje *put* są korzystne dla obligatariuszy, ponieważ mają kontrolę ryzyka. Natomiast z perspektywy emitenta nie są one zbyt popularne, ponieważ firma musiałaby liczyć się z ciągłą możliwością wypłaty kapitału na żądanie obligatariusza. Jedną z przyczyn problemów GetBack była wysoka wymagalność długu, właśnie wynikająca z zastosowania opcji *put* w obligacjach.

Jeżeli analizujemy obligacje jako źródło finansowania przedsiębiorstw, to konieczne jest spojrzenie również na rynek obrotu nimi. Sam rynek kapitałowy w naszym kraju, który zaczął się rozwijać wraz z uruchomieniem giełdy w 1991 r., był traktowany jako symbol wprowadzanych

Rysunek 3 **Wartość notowanych instrumentów na rynku Catalyst oraz liczba emitentów**



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW.

reform gospodarczych [Pietrzak i inni, 1998]. Ponadto, chciano powiązać proces prywatyzacji z jego rozwojem [Czekaj i inni, 1999]. Natomiast przed powstaniem rynku Catalyst, trudno było mówić o w pełni działającym zorganizowanym rynku obrotu (Kordela, Przybylska-Kapuścińska, 2012). Oczywiście, pojawiały się oferty, głównie w formule emisji prywatnych, kierowane do niewielkiej liczby inwestorów. Jednak brak zorganizowanego rynku obrotu papierami dłużnymi był swego rodzaju hamulcem w rozwoju rynku obligacyjnego. Praktycznie nie istniał wówczas rynek wtórny, ponieważ inwestorzy trzymali obligacje do wykupu lub zamiany na akcje [Antkiewicz, 2012]. Kluczowym podmiotem rynku obligacji była Centralna Tabela Ofert, która później przekształciła się w MTS CeTO.

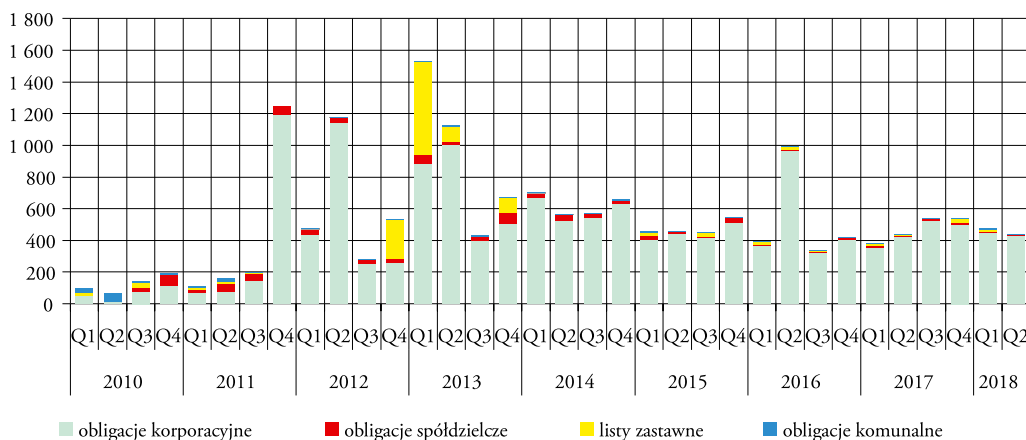
Dopiero powstanie zorganizowanego rynku obrotu obligacjami w Polsce, jakim jest rynek Catalyst, dało impuls do zwiększenia wykorzystywania obligacji jako źródła finansowania działalności przedsiębiorstw. Rynek Catalyst ruszył 30 września 2009 roku. Na starcie, do obrotu wprowadzono obligacje takich podmiotów, jak Miasto Stołeczne Warszawa, Electus oraz miasto Radlin. Z głównego parkietu przeniesiono instrumenty Europejskiego Banku Inwestycyjnego, BRE

Banku Hipotecznego, Europejskiego Funduszu Hipotecznego, Pekao Banku Hipotecznego, a także miast: Ostrów Wielkopolski, Poznań i Rybnik. obroty w pierwszym dniu wyniosły 66 tys. zł. Mimo że liczba ta wydaje się symboliczną wartością, start nowego rynku był pomyslny, ponieważ wcześniej na głównym parkiecie giełdy rzadko zdarzały się takie obroty obligacjami nieskarbowymi. Jednocześnie Catalyst przecierał nowe ścieżki, gdyż był to pierwszy tego typu rynek w Europie Środkowo-Wschodniej [Gemra, 2013].

Jeżeli chcielibyśmy określić stan rozwoju rynku Catalyst, to warto zwrócić uwagę na wartość notowanych na nim instrumentów oraz liczbę emitentów. Dane te zawiera rysunek 3 – lewa oś prezentuje w miliardach złotych wartość instrumentów, zaś prawa oś liczbę emitentów.

Na rynku Catalyst dominują obligacje korporacyjne, których wartość cechuje trend rosnący. W dziewięcioletniej historii Catalyst było jedynie kilka kwartałów kiedy wartość notowanych obligacji nieznacznie spadała. W ostatnich kwartałach widać również wzrost wartości notowanych listów zastawnych. Od powstania rynku rośnie z kwartału na kwartał suma wszystkich notowanych instrumentów. Ze względu na efekt bazy, w początkowym

Rysunek 4 Wartość kwartalnych obrotów na rynku Catalyst w mln zł



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW.

okresie działalności Catalyst dynamiki wzrostów były znacznie wyższe. Niestety, za wzrostem wartości notowanych instrumentów nie idzie w parze wzrost liczby notowanych emitentów. Po latach stabilizacji, w okresie od 2014 do 2016 roku ich liczba zaczęła spadać. Jednak biorąc pod uwagę, że rośnie liczba dostępnych obligacji, oznacza to, że emitenci obecni na Catalyst emitują kolejne serie obligacji. Natomiast zmniejszenie liczby emitentów może wynikać z kilku czynników. Po pierwsze, na Catalyst zdarzają się upadłości, co sprawia, że tacy emitenci schodzą z tego rynku. Po drugie, z pewnością część emitentów znalazła tańsze finansowanie niż emisje obligacji. Po trzecie, wraz z wprowadzeniem regulacji MAR, istotnie zaostrzone zostały wymogi dla spółek oraz kary dla rad nadzorczych i zarządów, co znacząco zmniejszyło atrakcyjność bycia spółką publiczną i notowania obligacji na rynku Catalyst.

Oprócz wartości notowanych instrumentów oraz liczby emitentów, ważnym parametrem każdego rynku są obroty generowane za jego pośrednictwem. Dane te pokazuje rysunek 4.

Obroty na Catalyst są jego bolączką od samego początku. W latach 2011-2013 zdarzały się kwartały z obrotami powyżej miliarda złotych, natomiast po tym okresie obroty kwartalne wynoszą po kil-

kaset milionów. Biorąc pod uwagę rynek akcyjny warszawskiej giełdy, takie obroty obserwowane są podczas jednego dnia sesyjnego, a na Catalyst mówimy o kwartalnych obrotach. Niskie obroty z pewnością wynikają z tego, że jest to stosunkowo młody rynek, a ponadto dominują na nim obligacje o zmiennym oprocentowaniu co sprawia, że odpada wiele transakcji zabezpieczających ryzyko stopy procentowej, ponieważ nie ma takiej konieczności skoro występuje tzw. naturalny *hedging*.

Natomiast ważną częścią rynku obligacji korporacyjnych jest rynek pierwotny, kiedy to dochodzi do pierwszej emisji danych papierów dłużnych. Jeżeli chodzi o tryb emisji obligacji, to ustawodawca przewidział następujące możliwości emisji:

- emisję niepubliczną, określaną jako emisję prywatną lub zamkniętą,
- emisję publiczną przeprowadzoną w oparciu o zapisy ustawy o ofercie publicznej lub z pominięciem zapisów tejże ustawy [Ustawa o ofercie publicznej, 2005].

Ofertą niepubliczną (prywatną) jest propozycja nabycia papierów wartościowych przez najwyżej 149 imiennie wskazanych osób. W tym przypadku nie jest wymagane sporządzanie prospektu emisyjnego, ani memorandum informa-

cyjnego. Emitent sporządza propozycję nabycia zgodnie z ustawą o obligacjach i udostępnia ją wybranym osobom. Przyjęcie propozycji następuje poprzez złożenie odpowiedniego oświadczenia woli oraz dokonanie wpłaty na wskazany rachunek subskrypcyjny. Warto zwrócić uwagę, że 149 osób może wiedzieć o jednej serii emitowanych obligacji. Poprzez dzielenie emisji na małe serie można ciągle emitować obligacje i de facto oferować je bardzo szerokiemu gronu inwestorów, co właśnie wykorzystał GetBack.

Ofertą publiczną jest udostępnianie informacji o papierach wartościowych i warunkach ich nabycia co najmniej 150 osobom lub nieoznaczonemu adresatowi, w dowolnej formie i w dowolny sposób, co jest wystarczającą podstawą do podjęcia decyzji o nabyciu tych papierów wartościowych. Oferta publiczna wymaga sporządzenia publicznego dokumentu informacyjnego – prospektu emisyjnego lub memorandum informacyjnego, uzyskania zatwierdzenia go przez Komisję Nadzoru Finansowego oraz przekazania go do publicznej wiadomości. Przeprowadzenie oferty publicznej wymaga zawarcia umowy z domem maklerskim, który będzie pełnił funkcję oferującego. Podmiot taki przygotowuje i prowadzi proces emisji oraz koordynuje działania innych podmiotów uczestniczących w tym przedsięwzięciu, takich jak: firma konsultingowa, kancelaria prawna, audytor, agencja reklamowa. Oferujący przyjmuje zapisy na obligacje za pośrednictwem swoich punktów obsługi klientów. Może również utworzyć konsorcjum dystrybucyjne, co zwiększa szansę powodzenia emisji.

Charakterystyka i kluczowe zdarzenia w GetBack S.A.

GetBack działa w branży zarządzania wierzytelnościami. Działalność Grupy obejmuje m.in. nabywanie portfeli wierzytelności, zarządzanie portfelami

inwestycyjnymi obejmującymi sekurytyzowane wierzytelności funduszy inwestycyjnych zamkniętych, w tym prowadzenie procesu dochodzenia wierzytelności mającego na celu doprowadzenie do spłaty dochodzonych wierzytelności. Działalność GetBack umożliwia przedsiębiorstwom świadczącym usługi powszechne (w szczególności bankom i podmiotom z sektora telekomunikacyjnego) odzyskanie przynajmniej części należności trudnych. Ponadto, spółka zarządza portfelami inwestycyjnymi obejmującymi sekurytyzowane wierzytelności własnych i zewnętrznych funduszy inwestycyjnych zamkniętych, w szczególności dokonuje nabycia portfeli wierzytelności działając na rachunek tych funduszy inwestycyjnych zamkniętych.

W prospekcie emisyjnym opublikowanym 19 czerwca 2017 r. czytamy:

Działalność Grupy cechuje nowatorskie podejście do zarządzania wierzytelnościami. Grupa wypracowała i stosuje własny, wyjątkowy proces dochodzenia wierzytelności, bazujący m.in. na wykorzystaniu nowoczesnych technologii i zautomatyzowaniu pozyskiwania danych kontaktowych osób zadłużonych. Spółkę cechuje także innowacyjne podejście do finansowania nabywania portfeli wierzytelności, pozwalające na osiągnięcie znacznie większej skali działalności, niż wynikałoby to z posiadanych zasobów kapitałowych. Ponadto, w podsumowaniu opisu Grupy możemy przeczytać:

Dzięki innowacyjnemu modelowi biznesowemu Grupa stała się w okresie 5 lat od rozpoczęcia działalności drugim podmiotem działającym na polskim rynku zarządzania wierzytelnościami pod względem osiągniętych odzysków z portfeli wierzytelności.

GetBack był zatem czołową firmą windykacyjną operującą na rynku w Polsce, a także obecną na rynkach w Rumunii, Hiszpanii i Bułgarii. Spółka powstała w 2012 roku, w Grupie Getin należącej

Tablica 1 **Kalendarium zdarzeń związanych z GetBack S.A.**

| data | zdarzenie |
|-----------------|--|
| 12.03.2012 | Powstanie GetBack. |
| 15.06.2016 | Konsorcjum funduszy private equity na czele z Abris odkupuje GetBack od Idea Banku za 825 mln zł. |
| 20.01.2017 | Eurorating nadaje rating na poziomie BB. |
| 9.03.2017 | Zatwierdzenie przez KNF prospektu emisyjnego dotyczącego programu publicznej emisji obligacji. |
| 17.03.2017 | S&P nadaje rating na poziomie B, perspektywa stabilna. |
| 18-27.04.2017 | Zapisy w pierwszej publicznej emisji obligacji, w skład konsorcjum wchodzi Alior Bank S.A. Biuro Maklerskie, Millennium Dom Maklerski S.A., Michael Ström Dom Maklerski Sp. z o.o., Vestor Dom Maklerski S.A., Dom Maklerski Banku Handlowego S.A. |
| 24.04.2017 | Skrócenie czasu zapisów ze względu na osiągnięcie 60 mln zł. |
| 28.04.2017 | Podpisanie listu intencyjnego z Altus TFI w sprawie przejścia EGB Investment oraz zapowiedź wejścia na rynek akcyjny. |
| 16.06.2017 | Zatwierdzenie przez KNF prospektu emisyjnego dotyczącego IPO. |
| 19.06.2017 | Publikacja prospektu emisyjnego, sprzedaż 20 mln akcji już istniejących oraz 20 mln akcji nowej emisji. |
| 26.06-3.07.2017 | Zapisy na akcje, cena minimalna ustalona na poziomie 27 zł za akcję. |
| 5.07.2017 | Ustalenie ceny minimalnej w IPO na poziomie 18,5 zł za akcję. |
| 17.07.2017 | Debiut GetBack na GPW. |
| 7.08.2017 | Finalizacja zakupu 99,38% akcji EGB Investments za 207,6 mln zł. |
| 20.09.2017 | GetBack zapowiada wejście na rynek Hiszpanii. |
| 4.10.2017 | Cena akcji na GPW osiąga swój szczyt na poziomie 28,55 zł za akcję. |
| 3.11.2017 | Spółka kupuje pierwszy portfel na rynku w Bułgarii. |
| 13.11.2017 | JP Morgan rekomenduje „przeważają” z ceną docelową 35,3 zł. |
| 1.12.2017 | Jeden z założycieli spółki, Paweł Trybuchowski, odchodzi z zarządu. |
| 15.12.2017 | ABW zatrzymuje jednego z pracowników GetBack pod zarzutem wycieku danych z bazy PESEL. |
| 22.12.2017 | GetBack podpisuje umowę przedwstępną zakupu wierzytelności z tytułu regularnie spłacanych kredytów, zapowiada wejście w nowy segment działalności. |
| 15.01.2018 | Spółka zależna GetBack podpisuje umowę zakupu portfela wierzytelności w Hiszpanii o wartości nominalnej 637 mln euro. |
| 26.01.2018 | Agencja Fitch przyznaje długoterminowy rating na poziomie B+ z perspektywą stabilną. |
| 19.02.2018 | S&P podnosi perspektywę ratingu GetBack do pozytywnej. |
| 2.03.2018 | Zapowiedź emisji do 70 mln akcji i wpływów na poziomie 1 mld zł. |
| 2.03.2018 | Brak uplasowania w całości ostatniej serii publicznej emisji obligacji. |
| 12.03.2018 | Informacja o negocjacjach z inwestorami z USA i Izraela. |
| 19.03.2018 | Abris zadeklarował, że obejmie akcje w nowej emisji proporcjonalnie do stanu posiadania. |
| 28.03.2018 | Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy decyduje o emisji 20 mln akcji nowej emisji, następnie zarządzono przerwę. |
| 3.04.2018 | Quercus TFI i Sebastian Buczek odkupują obligacje będące w posiadaniu funduszy Quercus o wartości około 86 mln zł. |
| 6.04.2018 | NWZA zarządziło kolejną przerwę w obradach. |
| 9.04.2018 | Eurorating potwierdza rating kredytowy GetBack na poziomie BB z perspektywą stabilną. |

| | |
|------------|---|
| 16.04.2018 | GetBack wydaje komunikat o negocjacjach z PFR i PKO BP dotyczącym finansowania, obie instytucje temu zaprzeczają, GPW zawiesza obrót akcjami i obligacjami. |
| 17.04.2018 | Rada nadzorcza odwołuje prezesa GetBack, NWZA zgadza się na emisję do 50 mln akcji. |
| 18.04.2018 | S&P umieszcza rating na liście obserwacyjnej z perspektywą negatywną. |
| 20.04.2018 | Eurorating obniża rating GetBack do CCC. |
| 23.04.2018 | GetBack przestał spłacać odsetki od obligacji. |
| 24.04.2018 | S&P zawiesza rating. |
| 26.04.2018 | Agencja Fitch zmienia rating na poziom D. |
| 2.05.2018 | Złożenie przez GetBack wniosku o postępowanie restrukturyzacyjne. |
| 8.05.2018 | Eurorating zmienia rating na poziom D. |
| 10.05.2018 | Sąd zatwierdza postępowanie restrukturyzacyjne. |
| 18.05.2018 | S&P nadaje rating D. |
| 16.06.2018 | Aresztowanie byłego prezesa GetBack. |
| 3.07.2018 | GetBack publikuje raport roczny, audytor odmawia wydania opinii. |
| 4.07.2018 | Zatrzymania kolejnych członków zarządu GetBack. |
| 18.07.2018 | Trigon TFI wypowiada umowy zarządzania 9 funduszami, zarząd GetBack składa zawiadomienie do prokuratury. |
| 24.07.2018 | Nowe propozycje układowe. |
| 3.08.2018 | GetBack proponuje sanację zamiast postępowania restrukturyzacyjnego. |

Źródło: opracowanie własne.

do Leszka Czarneckiego. Ważnym momentem było wyjście z tej grupy poprzez odkupienie spółki w czerwcu 2016 roku przez konsorcjum funduszy *private equity*, któremu liderował lokalny fundusz działający w Polsce i regionie – Abris. Tablica 1 zawiera kalendarium wydarzeń w GetBack.

GetBack powstał w grupie Leszka Czarneckiego jako reakcja na skutki światowego kryzysu, kiedy to na rynku zaczęło pojawiać się coraz więcej portfeli wierzytelności. W związku z posiadanymi bankami chciano dołączyć do nich podmiot, który byłby w stanie obsługiwać te pakiety wierzytelności. Jak wielokrotnie powtarzał ówczesny prezes GetBack, spółka powstała z kapitałem 10 mln zł i zajmowała się głównie obsługą funduszy sekurytyzacyjnych, do których kapitał wpłacany był od klientów szeroko rozumianej grupy Getin. Bardzo ważnym wydarzeniem w historii spółki było wykupienie spółki przez konsorcjum funduszy *private equity* z Abrisem na czele. Spółka

zaczęła sięgać coraz chętniej po emisje obligacji i w grudniu 2016 roku złożyła prospekt emisyjny do KNF w związku z planem przeprowadzenia programu publicznej emisji obligacji. Taki prospekt został zatwierdzony 9 marca 2017 roku i wówczas spółka zaczęła szeroko upubliczniać informacje na temat swojej sytuacji finansowej. Znamienne było to, że przy tej publicznej emisji odbyła się pierwsza w historii spółki konferencja prasowa zarządu z dziennikarzami finansowymi. Zapisy na obligacje prowadziło wiele domów maklerskich tworzących konsorcjum, a sam proces zakończył się szybciej niż planowano, ponieważ z łatwością spółka pozyskała 60 mln zł od inwestorów indywidualnych.

Jednym z kluczowych momentów w historii GetBack była publiczna emisja akcji. W czerwcu 2017 roku spółka opublikowała kolejny prospekt emisyjny. Ciekawostką był fakt, że wiodący akcjonariusz postanowił sprzedać 20 mln akcji niespełna po roku od ich zakupu. Zazwyczaj fundusze *private equity* mają

dłuższy horyzont czasowy. W tym przypadku, oprócz emisji nowych akcji doszło zatem do sprzedaży akcji już istniejących, co było szeroko komentowane przez ekspertów. Cenę w IPO ustalono na 18,50 zł za jedną akcję, wobec 27 zł planowanej ceny maksymalnej. Spółka pozyskała 370 mln zł brutto, taką samą kwotę pozyskał akcjonariusz sprzedający, który pozostał z pakietem 60 proc. akcji w spółce. W wywiadzie udzielonym w kwietniu 2018 r., były już prezes GetBack zwrócił uwagę, że IPO było ekstremalnie drogie przez to, że w konsorcjum uczestniczyło 7 domów maklerskich, a koszty całej operacji wyniosły blisko 60 mln zł i w całości pokryła je spółka.

Po udanym IPO doszło do finalizacji zakupu konkurencyjnej spółki EGB Investments od funduszy zarządzanych przez Altus TFI. Później okaże się, że nowy zarząd GetBack uzna ten zakup za bezzasadny, a Altus TFI zapowie, że jest gotowy cofnąć transakcję. Na jesieni 2017 roku GetBack informuje o rekordowych spłatach i inwestycjach, wchodzi do Hiszpanii oraz Bułgarii. Notowania akcji osiągają swój historyczny szczyt na poziomie 28,55 zł za jedną akcję. Spółka przebojem wdarła się na rodzimy rynek kapitałowy, zaskakując jego uczestników dynamiką rozwoju. Pierwsze rysy na wizerunku spółki zaczęły pojawiać się od końca listopada. Szeregi zarządu opuścił jeden z założycieli spółki, a kilkanaście dni później funkcjonariusze ABW zatrzymali jednego z pracowników GetBack, oskarżanego o wyciek danych z bazy PESEL. Był to duży cios w reputację spółki, ponieważ do tej pory chwaliła się ona wysoką skutecznością odzysków z portfeli wierzycielności poprzez tzw. wysoką kontaktowność, czyli możliwość rozmów i zawierania ugód z dłużnikami. Coraz głośniej zaczęto mówić, że nie jest to prawda, a zatrzymania w sprawie dostępu do bazy PESEL tylko to potwierdziły. W styczniu 2018 roku, mimo licznych

zapewnień w mediach głoszonych przez prezesa, kurs akcji zszedł poniżej poziomu z czerwcowego IPO. Spółce pomoc miał nowo nadany *rating* agencji Fitch, natomiast kurs akcji znalazł się już w trendzie spadkowym.

Ogromnym zaskoczeniem dla rynku były wydarzenia, jakie miały miejsce 2 marca 2018 roku, kiedy to spółka zapowiedziała, że zamierza przeprowadzić dwie emisje akcji łącznie na 70 mln nowych akcji i chce pozyskać z tej operacji miliard złotych. Biorąc pod uwagę, że dotychczas kapitał dzielił się na 100 mln akcji, tak duża nowa emisja oznaczała wysokie tzw. rozwodnienie dotychczasowych akcjonariuszy, na co ci zareagowali paniczną wyprzedażą akcji spółki. Kurs tąpnął o 30 procent w dniu ogłoszenia nowej emisji. Zarząd GetBack zapowiedział, że najpierw przeprowadzi emisję do 20 mln akcji kierowaną do inwestorów finansowych, a druga emisja 50 mln akcji zostanie przeznaczona dla długoterminowych inwestorów strategicznych. Kilka dni po ogłoszeniu planów poinformowano o prowadzonych rozmowach z inwestorami z Izraela i USA. Jak się później okazało, część z tych inwestorów kategorycznie zaprzeczyła, że prowadziła jakiegokolwiek rozmowy.

Nowa emisja akcji wymagała zgody Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy. Ostatecznie, po ogłoszeniu dwóch przerw w walnym, akcjonariusze zgodzili się na taką emisję. Kolejnym ważnym momentem był 16 kwietnia 2018 roku, kiedy to zarząd spółki poinformował, że prowadzi negocjacje z Polskim Funduszem Rozwoju oraz bankiem PKO BP, dotyczące finansowania w kwocie 250 mln zł. Obie instytucje bardzo szybko temu zaprzeczyły, a GPW na wniosek KNF zawiesiła obrót akcjami i obligacjami. Rada nadzorcza spółki odwołała prezesa Konrada Kąkolewskiego. Kilka dni po tych wydarzeniach spółka przyznaje

oficjalnie, że nie wykupuje obligacji oraz nie wypłaca środków z tytułu należnych odsetek. Problemem są opcje *put* w obligacjach, ponieważ okazuje się, że mimo iż spółka podawała, że emituje 3- lub 4-letnie obligacje, to miały one wbudowane opcje wcześniejszego wykupu i inwestorzy masowo zaczęli je realizować. Zatem były to środki bardzo krótkoterminowe. Nowy zarząd oszacował, że takich obligacji jest na ponad 800 mln zł z 2,3 mld całkowitego zadłużenia obligacyjnego. W tym momencie rozpoczyna się obniżanie *ratingów* nadanych przez agencje oraz rekomendacji i cen docelowych przez domy maklerskie. Finałem tych wydarzeń jest 2 maja 2018, kiedy to spółka składa wniosek o postępowanie restrukturyzacyjne, które zatwierdza sąd. W przedstawionych propozycjach zakłada ono, że spółka odda obligatariuszom w siedmiu corocznych ratach 65,36% zainwestowanej kwoty, a resztę zamieni na akcje nowej emisji z ceną konwersji wynoszącą 8,63 zł za akcję. Zaproponowane propozycje spotykają się z dużym niezadowoleniem obligatariuszy, którzy podnoszą głównie zarzut co do proponowanej ceny konwersji na akcje, sugerując, że jedyna możliwa cena to wartość nominalna, czyli konwersja po 5 groszy za akcję.

Do końca kwietnia 2018 GetBack miał opublikować zaudytowany raport roczny. Niestety, nie dotrzymał tego terminu. Ostatecznie raport udaje się opublikować dopiero 3 lipca, a audytor –

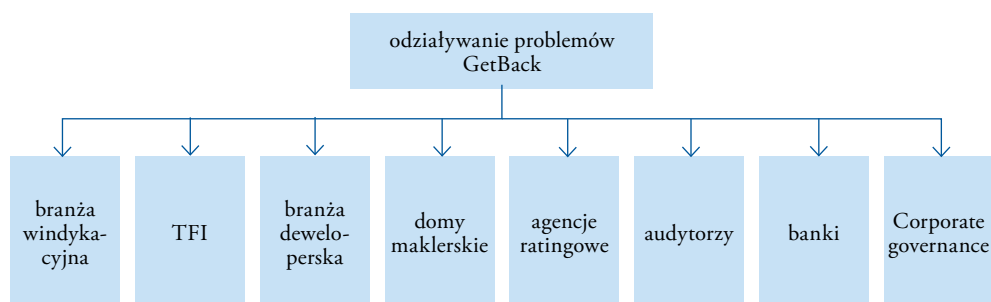
Deloitte – nie wydaje opinii do sprawozdania. W raporcie pojawia się strata w wysokości 1,3 mld zł netto, a suma zobowiązań wynosi 3,322 mld zł, wobec 2,815 mld zł podawanego we wniosku o postępowanie restrukturyzacyjne.

Wcześniej, 16 czerwca 2018, dochodzi do zatrzymania i następnie aresztowania byłego prezesa. Dwa tygodnie później zatrzymywani są kolejni członkowie zarządu. Swoje propozycje układowe GetBack rewiduje 24 lipca 2018 i tym razem zwiększa poziom redukcji, proponując oddanie 27 proc. wartości kapitału zainwestowanego w obligacje, umarzając należne odsetki, a resztę chce zamienić na akcje w nowej emisji po cenie 5 groszy. Ponadto zarząd zaznacza, że w spółce zawarto wiele umów bez uzasadnienia biznesowego i będzie robił wszystko, żeby odzyskać wypłacone środki, co może skutkować zwiększeniem kwoty wypłaty dla obligatariuszy do 43 proc. nominalu obligacji. Zastanawia się też nad zmianą postępowania restrukturyzacyjnego na sanację lub sprzedaż całego biznesu inwestorowi strategicznemu. Zarząd ogłasza 3 sierpnia 2018, że chce zamienić postępowanie restrukturyzacyjne na sanację.

Obszary oddziaływania problemów firmy GetBack

Problemy związane z niewypłacalnością GetBack są wielowątkowe i nie dotyczą jedynie samej spółki. Skala uszkodzonych, ale też skala działalności

Schemat 1 Oddziaływanie problemów GetBack na różne obszary rynku finansowego



i relacji samej spółki z innymi uczestnikami rynku finansowego jest bardzo duża. Na schemacie 1 przedstawiono obszary oddziaływania problemów GetBack na różne obszary rynku finansowego.

Z pewnością problemy finansowe GetBack przekładają się na całą branżę windykacyjną w Polsce. Przez wiele lat była ona cenioną przez inwestorów krajowych i zagranicznych szybko rozwijającą się i perspektywiczną branżą, w którą chcieli inwestować. Chodziło zarówno o kupno akcji spółek windykacyjnych notowanych na GPW jak i ich obligacji. Problemy GetBack odczuł lider rynku – firma Kruk. Objawiło się to przeceną jego akcji, a ponadto spółka ogłosiła przegląd opcji strategicznych i nie wyklucza pozyskania inwestora. Inna czołowa spółka windykacyjna – Kredyt Inkaso, nie przeprowadziła w całości publicznej emisji obligacji. Przez niewypłacalność GetBack z pewnością cała branża może mieć utrudniony dostęp do finansowania dłużnego. Zapewne będzie się to też przejawiało wyższym kosztem pozyskiwania finansowania, a szczególnie inwestorzy indywidualni mogą w ogóle nie być zainteresowani lokowaniem tam środków.

Kłopoty GetBack bardzo mocno oddziałują na branżę towarzystw funduszy inwestycyjnych. Najwcześniej dało się to zaobserwować pod koniec marca 2018, kiedy Sebastian Buczek – prezes Quercus TFI zdecydował, że odkupi wszystkie obligacje znajdujące się w funduszach tego TFI za swoje i spółki pieniądze. Chcąc nie dopuścić do mocnej przeceny w funduszach, zdecydował się wziąć potencjalne straty na siebie i akcjonariuszy TFI. Kurs notowanego na GPW Quercusa tracił przez wiele tygodni po tej decyzji. W dłuższej perspektywie wydaje się to być słuszną decyzją, ale inwestorzy zareagowali paniczną wyprzedają. Drugim TFI, na które oddziałuje sprawa GetBack jest Altus, który za 207 mln zł sprzedał tej spółce inną firmę windykacyjną – EGB

Investments. Nowy zarząd GetBack zarzuca, że kwota ta nie odpowiada wartości spółki. Co ciekawe, zarząd Altus TFI zadeklarował, że jest w stanie cofnąć transakcję, mimo że uważa ją za korzystną dla GetBack i nie widzi problemu z wyceną przejmowanej firmy. Warto zauważyć, że po sprawie GetBack rezygnację z funkcji prezesa złożył główny akcjonariusz Altus TFI. Kolejnym towarzystwem funduszy inwestycyjnych jest Trigon, któremu nowe władze GetBack zarzucają, że zawarł nierynkową umowę na wyłączność w zarządzaniu swoimi funduszami sekurytyzacyjnymi, pobierając za to z góry kwotę 49 mln zł. Zarząd Trigon TFI odpiera te zarzuty, zerwał umowę o zarządzanie swoimi funduszami sekurytyzacyjnymi i nie zamierza oddawać środków GetBack twierdząc, że umowa jest rynkowa i była zawarta za zgodą głównego akcjonariusza GetBack. Trigon TFI zamierza połączyć się ze Skrabiec TFI, ale sprawa GetBack może mieć negatywny wpływ na planowaną transakcję i nie wiadomo czy w ogóle do niej dojdzie.

Problemy mają również inwestorzy posiadający środki w funduszach sekurytyzacyjnych obsługiwanych przez GetBack, a zarządzanych przez takie TFI, jak Trigon, Altus, Noble czy Saturn. Doszło tam do mocnych kilkunasto- i kilkudziesięcioprocentowych przecen wartości aktywów. Ponadto, pojawiają się doniesienia, że KNF wszczyna postępowania dotyczące prawidłowego nadzoru nad serwisem funduszy sekurytyzacyjnych przez wymienione TFI. W związku z tym, kurs notowanego na GPW Altusa mocno spada.

Ciekawym wątkiem w sprawie GetBack jest jego wpływ na branżę deweloperską, czyli na drugą najpopularniejszą wśród inwestorów indywidualnych branżę, której obligacje chętnie kupują. Objawiło się to głównie w Murapolu, będącego w czołówce deweloperów oddających do użytku najwięcej mieszkań. Na prze-

Tablica 2 **Rekomendacje wydane dla GetBack S.A.**

| Instytucja | Data wydania | Cena z dnia wydania (PLN) | Rodzaj | Cena docelowa (PLN) |
|------------------|--------------|---------------------------|-----------|---------------------|
| ERSTE Securities | 2018.03.23 | 8,80 | sprzedaj | 7,60 |
| DM mBank | 2017.11.30 | 23,30 | kupuj | 33,38 |
| JP Morgan | 2017.11.06 | 24,43 | przeważaj | 35,30 |
| Woods&Company | 2017.09.27 | 25,63 | kupuj | 30,00 |
| Haitong | 2017.09.11 | 26,21 | kupuj | 30,00 |
| Pekao IB | 2017.09.06 | 27,10 | trzymaj | 29,20 |
| Raiffeisen | 2017.09.04 | 24,20 | kupuj | 34,00 |
| Vestor DM | 2017.08.25 | 21,80 | akumuluj | 26,60 |

Źródło: opracowanie własne.

łomie maja i czerwca 2018 roku kurs obligacji Murapolu zaczął spadać, osiągając notowania 70 proc. nominału obligacji, co jak na Catalyst jest dużą przeceną. Ponadto, spółka sprzedała swój pakiet akcji w Skarbiec TFI, a także 10 proc. pakiet akcji innego dewelopera, spółki Polnord, oraz działki pod Berlinem. Dezinwestycje zostały przeprowadzone poniżej kosztów nabycia. Spółka tłumaczy to skupieniem się na podstawowym biznesie deweloperskim. Firma wykupiła też obligacje z opcjami *put* od swojej spółki zależnej Abadon Real Estate, co spowodowało możliwość żądania przedterminowego wykupu na kilku innych seriach obligacji. Spora część inwestorów zgłosiła chęć wcześniejszego wykupu i złożyła odpowiednie deklaracje na łączną sumę ponad 30 mln zł z emisji, której dotyczyła możliwość wcześniejszego wykupu o łącznej wartości 40 mln zł. Spółka zapewnia, że ma środki na wykup. Warto zaznaczyć, że od lipca 2018 roku kurs obligacji znacznie wzrósł i są one notowane kilka punktów procentowych poniżej nominału. Tym niemniej, podobnie jak w przypadku branży windykacyjnej, w branży deweloperskiej może być trudniej o finansowanie dłużne, szczególnie u inwestorów indywidualnych.

Ważnym wątkiem w całej sprawie jest zachowanie domów maklerskich. Z jednej strony chodzi o sprzedaż obligacji inwestorom indywidualnym, a z drugiej o oferowanie akcji i przedstawianie bardzo po-

zytywnych rekomendacji. W pierwszym przypadku główne pretensje pojawiają się w stosunku do Polskiego Domu Maklerskiego, przez który obligacje oferował Idea Bank. Część inwestorów uważa, że zostali wprowadzeni w błąd nie wiedząc, co tak naprawdę kupują wówczas w Idea Banku. Mamy więc tu przypadek klasycznego zjawiska *misselingu*. Warto dodać, że prezes Polskiego Domu Maklerskiego został aresztowany, a prokuratura zarzuca mu działanie w porozumieniu z byłym prezesem GetBack, w celu wyrządzenia tej spółce szkody wielkich rozmiarów szacowanej na 15 mln zł. Osobnym problemem jest zachowanie domów maklerskich w związku z emisją akcji i wydanymi rekomendacjami, które zawiera tablica 2.

Należy zaznaczyć, że Vestor, Raiffeisen, Pekao, Haitong, mBank i Woods & Company, to domy maklerskie znajdujące się w konsorcjum oferującym akcje GetBack przy IPO. Jak widać, ich rekomendacje były pozytywne, a wyceny sporo powyżej ceny z IPO. Do tego grona dołączył JP Morgan, czyli światowej sławy bank inwestycyjny, który również pozytywnie oceniał GetBack. Jedyne biuro, jakie wydało rekomendację „sprzedaj”, zdecydowało się to zrobić w marcu 2018, już po ujawnieniu się problemów GetBack i zapowiedzi dużej emisji akcji. Z pewnością reputacja domów maklerskich w tym przypadku ucierpiała, ponieważ rekomendacje okazały się całkowicie nie-trafione.

Podobnie jak domy maklerskie, problem mają również agencje ratingowe. GetBack miał *ratingi* dwóch światowych agencji S&P i Fitch oraz lokalnego Euro-ratingu. Nadane oceny na poziomie BB wskazywały, że ryzyko inwestycyjne nie jest małe, ale 19 lutego 2018 roku S&P podniosło perspektywę ratingu do pozytywnej. Dwa miesiące później GetBack był praktycznie bankrutem. Po kryzysie finansowym po raz kolejny okazało się, że agencje ratingowe mylą się w ocenach i niestety, zaufanie do nich znowu zostało nadwyżone. Oczywiście, biorąc pod uwagę zarzuty, że w GetBack prowadzona była kreatywna księgowość, można to uważać za czynnik łagodzący winę agencji ratingowych, ale ich aparaty analityczne mimo wszystko powinny wyłapać możliwe problemy.

W całej sprawie ogromne zastrzeżenia pojawiają się również w stosunku do audytorów. Zarówno audytorów funduszy sekurytyzacyjnych, którymi zarządzał GetBack, jak i przede wszystkim do audytora, który badał sprawozdania przed zatwierdzeniem prospektu oraz później robił przegląd półrocznego sprawozdania, a także miał wydać opinie do rocznego. Firma Deloitte, bo o niej mowa, nie zgłaszała zastrzeżeń do jakości wyników. Natomiast Komisja Nadzoru Finansowego oraz nowy zarząd GetBack twierdzą, że dochodziło do handlowania portfelami wierzytelności, następnie zmiany ich parametrów, co później było pokazywane jako generowane odzyski. Mówiąc wprost – zarzucają poprzedniemu zarządowi kreatywną księgowość. Deloitte nie dostrzegł tego typu transakcji, co może mieć negatywne skutki zarówno dla jego reputacji, jak również dla inwestorów indywidualnych, którzy stracili na obligacjach, bowiem oferujący te papiery dłużne już wskazują, że sami zostali oszukani poprzez kreatywną księgowość.

Wydarzenia w GetBack mają również przełożenie na banki działające na na-

szym rynku. Z jednej strony znika ważny gracz, który w atrakcyjnych cenach odkupował od nich portfele wierzytelności. Z drugiej zaś, popsucie sentymentu do branży windykacyjnej i mniejsza konkurencja może przyczynić się do spadku cen oraz popytu na portfele wierzytelnościowe. Ponadto, KNF chce zaostrzyć przepisy dotyczące oferowania instrumentów dłużnych. Ma to dotyczyć zakazu oferowania obligacji przez banki klientom nieprofesjonalnym, czyli obligacje będą mogli kupować inwestorzy dysponujący kapitałem powyżej 100 000 euro. Dodatkowo, limit 149 osób oferty prywatnej ma dotyczyć łącznie emisji całorocznych, co sprawi, że ze względu na to ograniczenie inwestorzy obligacyjni nie będą atrakcyjni dla wielu emitentów. Ponadto, Związek Banków Polskich zaproponował, by emitenci sami nie mogli emitować obligacji, a wszystkie emisje powinny być rejestrowane przez KDPW i emitenci mają podlegać regulacjom MAR. Jeżeli zmiany te wejdą w życie, to oznaczają rewolucję na rynku emisji obligacji, w tym roli jaką mają pełnić banki. Jeżeli chodzi o system bankowy to warto wspomnieć o problemach Idea Banku. Jego reputacja ucierpiała najbardziej, a właściciel, czyli Leszek Czarnecki, zastanawia się nad połączeniem go z innym swoim bankiem, czyli Getin Bankiem.

Ostatnim obszarem, gdzie zidentyfikowaliśmy wpływ GetBack, jest szeroko rozumiany *corporate governance*. Zaufanie do zasad ładu korporacyjnego zostało bardzo mocno zachwiane. Dotyczy to szczególnie roli rady nadzorczej w spółkach publicznych. W skład rady nadzorczej GetBack wchodził przedstawiciel funduszu Abris i konsorcjum pozostałych funduszy *private equity*. Znamienne było to, że po odwołaniu poprzedniego zarządu GetBack, funkcję prezesa powierzono przewodniczącemu rady nadzorczej, który stwierdził, że potrzebuje kilku tygodni by zapoznać się z sytuacją spółki. Oznacza

to, że istnieje bardzo duże podejrzenie co do tego, że rada nadzorcza i komitet audytu nie wykonywali swoich obowiązków należycie. Ponadto, nowy zarząd GetBack zwrócił się do byłego przewodniczącego o oddanie nienależnie pobranego wynagrodzenia w wysokości 3 mln zł.

Ciekawy głos w dyskusji dotyczący tego zagadnienia należy do Przemysława Schmidta, który jest nowym członkiem rady nadzorczej GetBack. Stwierdził mianowicie, że należy zastanowić się nad zwiększeniem uprawnień głównego akcjonariusza w spółkach publicznych. Jest to całkowitym zaprzeczeniem idei równości akcjonariuszy z jaką do tej pory mieliśmy do czynienia.

Podsumowanie

Wpływ problemów GetBack na rynek finansowy jest bardzo duży. Okazuje się, że jeden przypadek może zmienić stan rynku oraz jego perspektywy i kierunki rozwoju. Z pewnością mocno wpłynię to na sposób pozyskiwania kapitału z emisji obligacji. Dotyczy to zarówno branży windykacyjnej jak i innych branż, które finansowały się głównie obligacjami i to tymi kierowanymi do inwestorów indywidualnych. Bardzo duży wpływ obserwujemy na rynku TFI. W GetBack w różny sposób zaangażowane były człowe niezależne TFI. Może to oznaczać, że tego typu podmioty przestaną się tak dynamicznie rozwijać, do tego ewentualne sankcje ze strony KNF mogą zniechęcić do powstawania kolejnych niezależnych od banków TFI. Co więcej wydaje się, że inwestorzy mogą skierować się do TFI związanych z bankami.

Jeżeli chodzi o domy maklerskie to mocno ucierpiała ich reputacja, zarówno ze względu na duże straty inwestorów

przez obligacje, ale także na pozytywne rekomendacje dotyczące wartości samej spółki i stratami z tytułu posiadanych akcji firmy GetBack. Znowu problem mają agencje ratingowe, które nie ostrzegły przed zagrożeniem. Może to rzutować na nową inicjatywę, jaką jest powołanie polskiej agencji ratingowej przez PFR, BIK i GPW. Zaufanie do ratingów, szczególnie ze strony inwestorów indywidualnych, jest na niskim poziomie i jej start przypada w trudnym momencie. Podobny problem jest z wiarygodnością audytów i danych zawartych w prospektach emisyjnych czy raportach okresowych, a jest to kluczowa kwestia w inwestowaniu na giełdzie.

Patrząc globalnie na banki, wpływ GetBack na rynek może być bardzo duży. W Polsce mamy obecnie do czynienia z kontynentalnym modelem rynku finansowego, gdzie głównym źródłem finansowania jest kredyt bankowy. Rozwój obligacji sprawiał, że migrowaliśmy w kierunku modelu anglosaskiego. Zaostrzenie przepisów dotyczących emitowania i oferowania obligacji może zatrzymać ten proces.

Mocno ucierpiał też wizerunek rynku kapitałowego oraz zasad ładu korporacyjnego jaki na nim panuje. Inwestorzy mają duże obawy związane z rolą rady nadzorczej, która powinna ich reprezentować i nadzorować wykorzystanie zainwestowanego kapitału. Można też tutaj spodziewać się zmian i miejmy nadzieję, że nowe regulacje nie pójną w kierunku nadawania dodatkowych uprawnień większościowym akcjonariuszom, bo to zaburzy zasady równości akcjonariuszy. Na podstawie przeprowadzonej analizy można potwierdzić postawioną tezę, mówiącą o istotnym wpływie pojedynczego zdarzenia na wiele segmentów rynku finansowego.

Bibliografia:

1. Antkiewicz S. [2012] *Papiery wartościowe na rynku pieniężnym i kapitałowym*, Warszawa, CeDeWu.
2. Czekaj J., Owsiak S. [1998], *Prywatyzacja a rynek kapitałowy w Polsce*, Warszawa, Wydawnictwo Naukowe PWN.
3. Fabozzi F. [1999], *Rynki obligacji. Analiza i strategię*, Warszawa, WIG-Press.
4. Gemra K. [2013], *Możliwości lokowania kapitału przez inwestorów indywidualnych na rynku Catalyst*, w: *Bank, przedsiębiorstwo i społeczeństwo w warunkach niepewności*, J. Grzywacz, S. Kowalski (red.), Płock, Wydawnictwo PWSZ w Płocku.
5. Jajuga K., Jajuga T. [2012], *Inwestycje, instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, inżynieria finansowa*, Warszawa, Wydawnictwo Naukowe PWN.
6. Jajuga K. [2006], *Obligacje*, Warszawa, PWN.
7. Kordela D. [2012], *Rynek Catalyst w strukturze polskiego rynku papierów wartościowych*, w: *Rynki finansowe i ubezpieczenia. Nowe perspektywy instytucji i instrumentów*, Przybylska-Kapuścińska W., Handschke J. (red.), „Zeszyty Naukowe”, nr 143, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań.
8. Pietrzak E., Dzierżanowski M., Sowiński T. [1998], *Rynek kapitałowy w procesie transformacji polskiej gospodarki do systemu rynkowego*, IBnGR, „Transformacja Gospodarki”, nr 90.
9. Puzyrewicz T. [2011], *Przewodnik dla inwestorów – obligacje na rynku Catalyst*, Warszawa.
10. Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach (Dz.U. 1995 nr 83 poz. 420).
11. 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. 2005, nr 184, poz. 1539).
12. Waclawczyk A. [2003], *Obligacje komunalne*, Kraków, Kantor Wydawniczy Zakamycze.

Dr hab. **Waldemar Rogowski**, prof. nadzw. SGH, Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie, Instytut Finansów Korporacji i Inwestycji, Zakład Zarządzania Ryzykiem, Szkoła Gówna Handlowa w Warszawie.

Dr **Kamil Gemra**, Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie, Instytut Finansów Korporacji i Inwestycji, Zakład Zarządzania Ryzykiem, Szkoła Gówna Handlowa w Warszawie.