

Koło Naukowe Rynku Kapitałowego *Hossa ProCapital*



## System Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych

Joanna Szmigielska

joanna.szmigielska7@gmail.com

Wrocław 2017

## 1. Wstęp

Stale rosnące potrzeby finansowe państwa wywołują wzrost wartości deficytu budżetowego i zmuszają do efektywniejszego pozyskiwania kapitału by tym deficytem zarządzać. Jednym ze sposobów na to, jest system primary dealers<sup>i</sup>, który funkcjonuje już w wielu krajach takich jak Niemcy, Francja, Szwecja czy Wielka Brytania<sup>ii</sup>. Od 2003 roku funkcjonuje również w Polsce pod nazwą systemu Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych. Został stworzony, oraz wdrożony przez Ministerstwo Finansów przy współpracy z Krajowym Depozytem Papierów Wartościowych, Narodowym Bankiem Polski, oraz środowiskiem bankowym. Jego celem jest stworzenie płynnego, efektywnego i przejrzystego rynku Skarbowych Papierów Wartościowych, co pozwoli obniżyć koszty obsługi długu<sup>iii</sup>. Polega on na sprzedaży Skarbowych Papierów Wartościowych tylko określonym, wyselekcjonowanym podmiotom. Te zaś zobowiązane są do organizacji ich sprzedaży na rynku wtórnym. Ze względu na obowiązki z tym związane, podmioty te pełnią w pewien sposób funkcję animatora rynku – poprawiają płynność tych papierów wartościowych<sup>iv</sup>. W poniższej pracy chciałabym przybliżyć sposób działania systemu Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych, ukazując najważniejsze aspekty z nim związane.

## 2. Wybór Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych

Ministerstwo Finansów dokonuje wyboru Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych poprzez coroczną organizację konkursu podzielonego na cztery równe okresy. Trwa on rok i kończy się 30 września<sup>v</sup> Mogą w nim brać udział polskie banki, oraz podmioty zagraniczne, jednak w przypadku podmiotów zagranicznych powinny one pełnić funkcje DSPW w jednym z krajów należących do Organizacji Współpracy i Rozwoju<sup>1</sup> Przy przystępowaniu do konkursu wymagany jest rachunek bonów skarbowych prowadzony w NBP i rachunek papierów wartościowych lub konto depozytowe w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych. Ponadto, interesanci muszą złożyć oświadczenie o wysokości kapitału własnego, ratingu kredytowego, oraz wartości portfela Skarbowych Papierów Wartościowych w ostatnich trzech latach. Następnie przez okres roku, banki są oceniane za swoją aktywność na rynku pierwotnym, oraz wtórnym. 40% punktów przyznawana jest za nominalną wartość zakupionych na przetargach Skarbowych Papierów Wartościowych. Kolejne 40% stanowi aktywność podmiotu na rynku wtórnym, w tym jakość kwotowań tych papierów, a 20% przyznawana jest za jakość współpracy z Ministrem Finansów. Na taką współpracę składają się przygotowywane analizy, doradztwo, konsultacje, oraz inne. Po zakończeniu okresu konkursowego, Ministerstwo Finansów upublicznia listę Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych, oraz publikuje ranking w konkursie na pełnienie tej funkcji na kolejny rok. Wybierana liczba banków nie jest ogólnie ustalona, jednak oscyluje wokół kilkunastu. Poniżej lista Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych na rok 2017, oraz kandydaci na Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych na rok 2018<sup>vi</sup>.

---

<sup>1</sup> Organizacja Współpracy i Rozwoju (OECD) - organizacja zrzeszająca 35 państw. Jej celem jest wzrost gospodarczy, współpraca ekonomiczna, oraz działania na rzecz zwiększania dobrobytu jej członków, oficjalna strona internetowa: [www.oecd.org](http://www.oecd.org)

Lista Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych na 2017 rok		Kandydaci na Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych na 2018 rok	
1	Bank Handlowy w Warszawie S.A.	1	Bank Handlowy w Warszawie S.A.
2	BNP Paribas SA	2	BNP Paribas SA
3	PKO BP SA	3	mBank S.A.
4	Bank Millenium SA	4	Bank Zachodni WBK S.A.
5	Bank Zachodni WBK S.A.	5	ING Bank Śląski S.A.
6	mBank S.A.	6/7	Barclays Bank plc
7	Barclays Bank plc	6/7	PKO BP SA
8	ING Bank Śląski S.A.	8	J.P.Morgan Securities plc
9	Bank PEKAO S.A.	9	Bank PEKAO S.A.
10	J.P.Morgan Securities plc	10	Bank Millenium SA
11	Societété Générale S.A. Oddział w Polsce	11	Societété Générale S.A. Oddział w Polsce
12	HSBC Bank plc	12	HSBC Bank plc
13	Goldman Sachs International	13	Deutsche Bank AG
14	Deutsche Bank AG	14	Goldman Sachs International
		15	Raiffeisen Bank Polska S.A.
		16	Erste Group Bank AG

*Lista Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych na rok 2017, oraz kandydaci na Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych na rok 2018. Źródło: strona internetowa Ministerstwa Finansów [www.finanse.mf.gov.pl/dlug-publiczny/dealerzy-skarbowych-papierow-wartosciowych/lista-dspw](http://www.finanse.mf.gov.pl/dlug-publiczny/dealerzy-skarbowych-papierow-wartosciowych/lista-dspw)*

### 3. Przetargi sprzedaży bonów skarbowych, oraz obligacji hurtowych

Głównym przywilejem posiadania tytułu Dealera Skarbowych Papierów Wartościowych jest możliwość, a zarazem obowiązek uczestnictwa w przetargach organizowanych przez Narodowy Bank Polski. Są to przetargi podczas których sprzedawane są bony skarbowe, oraz obligacje hurtowe emitowane przez Ministerstwo Finansów. Wprawdzie DSPW posiadają wyłączność na składanie ofert, jednak banki państwowe posiadają przywilej uczestnictwa w przetargach bez posiadania statusu Dealera Skarbowych Papierów Wartościowych. W praktyce jest to Bank Gospodarstwa Krajowego<sup>iv</sup>.

Przed przetargiem Ministerstwo Finansów publikuje komunikat o zbliżającym się przetargu w którym informuje m.in. o terminie składania ofert, dacie wykupu, formie przetargu, rodzaju bonu<sup>2</sup> lub serii<sup>3</sup> w przypadku obligacji. Poniżej przykładowy komunikat dotyczący przetargu sprzedaży bonów skarbowych.

<sup>2</sup> Rodzaj bonu - okres na jaki wyemitowany został bon skarbowy. Może być to okres od 1 do 90 dni lub od 1 do 52 tygodni

<sup>3</sup> Seria - kod nadawany przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych

<b>A. Komunikat o przetargu sprzedaży bonów skarbowych</b>					
<b>Information on T-bills sale auction</b>					
Termin składania ofert / Deadline for placing bids			<b>20.02.2017 - 11:00</b>		
Minimalna wartość nominalna oferty / Minimum bid face value			<b>100.000 PLN</b>		
<b>Charakterystyka bonów przewidzianych do sprzedaży</b>			<b>Specification of T-bills provided for sale</b>		
A1. Rodzaj bonu / Rozrachunek <sup>1)</sup>			A1. T-bill type/Settlement <sup>1)</sup>		
A2. Data wykupu			A2. Maturity date		
A3. Kod ISIN			A3. ISIN code		
A4. Format przetargu			A4. Auction format		
A5. Podaż minimalna (mln PLN)			A5. Offer minimum (PLN mn)		
A6. Podaż maksymalna (mln PLN)			A6. Offer maximum (PLN mn)		
<b>A1.</b>	<b>A2.</b>	<b>A3.</b>	<b>A4.</b>	<b>A5.</b>	<b>A6.</b>
27T	30.08.2017	PL0000005005	Przetarg jednej ceny Uniform price auction	500,00	1.500,00
22.02.2017 - 14:00					
<sup>1)</sup> "T" - tygodnie, "D" - dni. Dopuszcza się możliwość składania ofert niekonkurencyjnych - udział ofert tego typu w łącznej wartości sprzedaży wynosi maksymalnie 15%.			<sup>1)</sup> "T" - weeks, "D" - days. Placing of noncompetitive bids is permitted - share of this type of bids in total sale value shall not be higher than 15%.		

Komunikat o przetargu sprzedaży bonów skarbowych opublikowany przez Ministerstwo Finansów.

Źródło: [www.finanse.mf.gov.pl/dlug-publiczny/bony-i-obligacje-hurtowe/kalendarze-przetargow](http://www.finanse.mf.gov.pl/dlug-publiczny/bony-i-obligacje-hurtowe/kalendarze-przetargow)

NBP może zorganizować przetarg sprzedaży, uzupełniający lub odkupu. Przetarg sprzedaży jest głównym rodzajem przetargu<sup>iv</sup>. Podczas niego Dealerzy Skarbowych Papierów Wartościowych mają możliwość zakupu bonów skarbowych, oraz obligacji hurtowych. Oferty zakupu przyjmowane są poprzez system elektroniczny w dniu przetargu do godziny 11:00, a jego wyniki publikowane są pół godziny później<sup>vii</sup>. Termin zapłaty za zakupione papiery wynosi 2 dni, w przypadku niezapłacenia podmiot zostaje skreślony z listy Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych i nie ma prawa brać udziału w kolejnych przetargach przez rok.

Jeżeli podczas przetargu sprzedaży dealerzy wykazują apetyt na Skarbowe Papiery Wartościowe, Ministerstwo Finansów może podjąć decyzję o zorganizowaniu przetargu uzupełniającego, podczas którego oferuje kolejną transzę papierów wartościowych. Przetarg uzupełniający może zostać zorganizowany najpóźniej dzień po przetargu sprzedaży, a wartość nominalna oferowanych papierów nie może przekraczać 20% wartości papierów sprzedanych na przetargu sprzedaży. Kolejne partie sprzedawane są po najniższej cenie minimalnej ustalonej na przetargu sprzedaży. Ostatnim rodzajem przetargu jest przetarg odkupu<sup>iv</sup>. Podczas niego Ministerstwo Finansów odkupuje skarbowe papiery wartościowe, których okres wykupu jeszcze nie minął. Może mieć to miejsce przy nadwyżce środków<sup>viii</sup>.

W komunikacie o przetargu znajduje się informacja odnośnie jego formy. Przetarg może przybrać formę wielu cen lub jednej ceny. Ten pierwszy, polega na tym, że dealerzy składają swoje oferty, a w przypadku ich akceptacji przez Ministra Finansów, płacą za papiery skarbowe zgodnie z ceną, którą zaproponowali. Przy przetargu jednej ceny, po otrzymaniu ofert, MF ustala minimalną cenę dla Skarbowych Papierów Wartościowych i sprzedaje je wszystkim, którzy zaproponowali wyższą lub równą tej cenie. Oczywiście

wszystkie papiery sprzedawane są po tej jednej cenie. W przypadku dealerów, którzy zaproponowali cenę równą minimalnej może nastąpić redukcja. Do końca 2011 roku przetargi przybierały formę wielu cen, obecnie jednak prowadzone są jedynie w formie jednej ceny<sup>vii</sup>. Z powyższej załączonego komunikatu o przetargu sprzedaży bonów skarbowych, możemy odczytać pod pozycją A4, że przeprowadzony został w formie jednej ceny.

#### 4. Obowiązki Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych

Przywilej posiadania tytułu Dealera Skarbowych Papierów Wartościowych łączy się również z obowiązkami, które podmioty te muszą wypełniać. Podstawowym i najważniejszym obowiązkiem DSPW jest uczestnictwo we wszystkich przetargach. Dodatkowo, muszą oni w danym roku zakupić ustalone minimum<sup>vi</sup>. Wymagane procentowe minimum liczone jest poprzez pomnożenie liczby DSPW i 50%. Dla przykładu: w danym roku Ministerstwo Finansów wybrało 15 Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych. Wtedy każdy z tych dealerów jest zobowiązany do zakupu przynajmniej 7,5% ( $15 * 50\% = 7,5\%$ ) łącznej ważonej wartości nominalnej skarbowych papierów wartościowych. Ta wartość liczona jest za pomocą wag w następujący sposób: wartość SPW o terminie wykupu poniżej 4 lat mnożona jest przez 0,5, powyżej 4 mnożona jest przez 1,5. Aby ułatwić zrozumienie sposobu liczenia tej wartości, posłużę się prostym przykładem: Ministerstwo Finansów w danym roku sprzedało bony i obligacje hurtowe o wartości 60 mld złotych. Papiery wartościowe za 46 mld zł posiadały okres zapadalności do 4 lat, a pozostałe 14 mld to papiery z zapadalnością powyżej 4 lat. W takim przypadku obliczenia łącznej ważonej wartości nominalnej skarbowych papierów wartościowych wyglądałyby następująco:

$$46 \text{ mld zł} * 0,5 + 14 \text{ mld zł} * 1,5 = 44 \text{ mld zł}$$

Biorąc pod uwagę obliczenia z wcześniejszego przykładu, każdy Dealer Skarbowych Papierów Wartościowych miał obowiązek zakupić papiery za co najmniej 7,5% z 44 mld złotych, czyli 3,3 mld zł. W przypadku gdy dany bank nie wywiązuje się z tego obowiązku przez dwa kolejne okresy konkursowe (czyli okres pół roku), Minister Finansów natychmiastowo skreśla go z listy Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych, jednak ma możliwość wstrzymania się od tej decyzji jeżeli uzna, że liczba zorganizowanych przetargów była mała.

Obowiązki DSPW obejmują również tworzenie płynnego, atrakcyjnego rynku wtórnego skarbowych papierów wartościowych. Z tego powodu są oni zobligowani do kwotowania SPW na jednej, określonej, elektronicznej platformie obrotu. Jest ona wybierana przez samych dealerów na okres 3 lat na zasadzie głosowania. Obecnie funkcję tę pełni Treasury BondSpot Poland do 30 września 2019 roku<sup>ix</sup>. Banki są zobowiązane do aktywnego uczestnictwa na tym rynku wtórnym, oraz posiadają obowiązek brania udziału w Fixingach<sup>4</sup> odbywających się od poniedziałku do piątku. Działalność rynkowa dealerów jest stale monitorowana przez Ministerstwo Finansów za pomocą comiesięcznych raportów, oraz cotygodniowych ankiet. Zawierają one m.in. wartość sprzedanych bonów i obligacji, rodzaj podmiotu, który był drugą stroną transakcji (np. fundusz inwestycyjny, bank centralny) czy unikatowy kod papierów będących przedmiotem handlu. Dodatkowo, dealerzy muszą

---

<sup>4</sup> Fixing – proces ustalania jednej ceny w fazie na otwarcie, oraz na zamknięcie sesji. Źródło: Portal Edukacji Ekonomicznej NBP [www.nbportal.pl/slownik/pozycje-slownika/fixing](http://www.nbportal.pl/slownik/pozycje-slownika/fixing)

przekazywać Ministrowi oceny dotyczące płynności SPW, oraz - w przypadku prośby z jego strony – poinformować o aktualnym kwotowaniu. Kolejnym elementem jest współpraca z Ministrem Finansów, oraz podejmowanie działań promujących SPW. Elementami składającymi się na taką współpracę może być doradztwo ze strony DSPW czy przygotowywanie pewnych analiz lub raportów na prośbę Ministra Finansów. Jakość tej współpracy może otwierać bankom dostęp do pewnych przywilejów – w przypadku tych, które odznaczają się dużym zaangażowaniem, jest to niekiedy wyłączny przywilej przeprowadzania różnych transakcji finansowych z MF takich jak transakcje buy-sell back.

## 5. Podsumowanie

Funkcja Dealera Skarbowych Papierów Wartościowych jest tytułem, który podnosi prestiż posiadającego go podmiotu, co sprawia, że banki są skłonne by się o niego ubiegać. System primary dealers jest rozwiązaniem korzystnym dla obu stron – dla Ministerstwa Finansów, ponieważ redukuje koszty obsługi długu, daje większą kontrolę nad ich rynkiem wtórnym, a także tworzy grupę współpracujących banków dążących do promowania rynku SPW. Również jest to rozwiązanie korzystne dla samych dealerów – przede wszystkim mają oni wyłączny dostęp do papierów z których czerpią korzyści, a także mają możliwość transakcji z Ministrem Finansów.

## Literatura:

---

<sup>i</sup> Informacje CeTO S.A. dotyczące organizacji Elektronicznego Rynku Skarbowych Papierów Wartościowych, maj 2002

<sup>ii</sup> Association for Financial Markets in Europe *European Primary Dealers Handbook*, 2015

<sup>iii</sup> Best Capital – autoryzowany doradca Catalyst i New Connect, [www.bestcapital.pl/dealerzy-skarbowych-papierow-wartosciowych-2/](http://www.bestcapital.pl/dealerzy-skarbowych-papierow-wartosciowych-2/)

<sup>iv</sup> *Bank na rynku finansowym* pod redakcją Ewy Miklaszewskiej, Warszawa 2010, str. 188

<sup>v</sup> *Załączniki do Regulaminu pełnienia funkcji Dealera Skarbowych Papierów Wartościowych*, 12 wrzesień 2016, załącznik nr. 5, źródło: oficjalna strona internetowa Ministerstwa Finansów: [www.finance.mf.gov.pl/dlug-publiczny/dealerzy-skarbowych-papierow-wartosciowych/regulacje-prawne](http://www.finance.mf.gov.pl/dlug-publiczny/dealerzy-skarbowych-papierow-wartosciowych/regulacje-prawne)

<sup>vi</sup> *Regulamin pełnienia funkcji Dealera Skarbowych Papierów Wartościowych*, 12 wrzesień 2016, źródło: oficjalna strona internetowa Ministerstwa Finansów: [www.finance.mf.gov.pl/dlug-publiczny/dealerzy-skarbowych-papierow-wartosciowych/regulacje-prawne](http://www.finance.mf.gov.pl/dlug-publiczny/dealerzy-skarbowych-papierow-wartosciowych/regulacje-prawne)

<sup>vii</sup> Procedury przetargowe na oficjalnej stronie Ministerstwa Finansów [www.finance.mf.gov.pl/dlug-publiczny/bony-i-obligacje-hurtowe/procedury-przetargowe](http://www.finance.mf.gov.pl/dlug-publiczny/bony-i-obligacje-hurtowe/procedury-przetargowe)

<sup>viii</sup> *Rynek finansowy i jego mechanizmy* Wiesław Dębski, Warszawa 2010, str. 33

<sup>ix</sup> Komunikat o wyborze Treasury BondSpot Poland jako rynek elektroniczny SPW opublikowany na oficjalnej stronie spółki:

