

# Krzysztof Borowski

Szkoła Główna Handlowa

## EMISJA I OPROCENTOWANIE OBLIGACJI KORPORACYJNYCH JAKO FORMA POZYSKIWANIA KAPITAŁU NA RYNKU CATALYST

### Wprowadzenie

Rozprzestrzenianie się kryzysu finansowego w ciągu ostatnich kilku lat skłoniło firmy do poszukiwania nowych możliwości inwestowania środków finansowych. Takimi nowymi obszarami inwestowania są np. inwestycje na rynkach: metali szlachetnych (w tym na rynkach złota, srebra, monet zarówno bulionowych, jak i kolekcjonerskich), dzieł sztuki (*art investing*), wina inwestycyjnego (*wine investing*)<sup>1</sup>, whisky inwestycyjnej<sup>2</sup>, nieruchomości czy też pasji (np. zbieranie autografów znanych osobistości, fotografii, znaczków, plakatów, zegarków czy porcelany<sup>3</sup>). Z punktu widzenia przedsiębiorstw można wyróżnić kilka sposobów finansowania ich działalności:

- zysk netto i amortyzacja,
- kredyt kupiecki,
- połączenie z innym partnerem, w tym fuzje i przejęcia (*merger and acquisition*),
- kredyt bankowy,
- pożyczka,
- emisja akcji (w tym sprzedaż akcji partnerowi strategicznemu),

---

<sup>1</sup> M. Piwecki: *Rynek win inwestycyjnych jako atrakcyjna alternatywa dla inwestorów*. „Akcjonariusz” 2012, 2, s. 76-79.

<sup>2</sup> E. Bednarz: *Whisky z procentami nie tylko w butelce*. „Puls Biznesu” 16.10.2012, s. 25 oraz S. Gucwa: *Unikalność ma swoją cenę. Inwestycje w whisky*. „Akcjonariusz” 2012, 2, s. 80-82.

<sup>3</sup> Więcej informacji na temat inwestycji alternatywnych można znaleźć w: K. Borowski: *Nowe kierunki bankowości inwestycyjnej – rynek przedmiotów kolekcjonerskich*. W: *Inwestycje alternatywne*. Red. I. Pruchnicka-Grabias. CeDeWu, Warszawa 2008, s. 217-266.

- emisja obligacji (zwykłych, zamiennych i wymiennych na akcje)<sup>4</sup>,
- kapitał mieszany (*mezzanine finance*)<sup>5</sup>.

Z jednej strony finansowanie za pomocą emisji papierów dłużnych można traktować jako formę wykorzystywaną przez firmy od wielu lat – a więc nic nowego, z drugiej zaś jest to nowa metoda dla wielu polskich przedsiębiorstw, dla których stanowi pewnego rodzaju innowację w dotychczasowym finansowaniu, opartym wcześniej głównie na kredycie bankowym. Szczegółowa analiza procesów zachodzących na polskim rynku długu korporacyjnego, a zwłaszcza komercyjnych papierów dłużnych notowanych na rynku Catalyst, pozwala zauważyć wiele nowych zjawisk występujących na tym rynku.

Celem artykułu jest ukazanie procesów zachodzących na polskim rynku finansowym w obszarze finansowania się firm za pomocą obligacji korporacyjnych, a także analiza oprocentowania obligacji korporacyjnych (bez banków i listów zastawnych) notowanych na rynku Catalyst i w ten sposób określenie kosztu finansowania się firmy w zależności od indywidualnych cech charakterystycznych dla danego instrumentu dłużnego.

## 1. Charakterystyka polskiego rynku długu w ciągu 9 miesięcy w 2012 r.

W ciągu pierwszych dziewięciu miesięcy 2012 r. wartość emisji papierów dłużnych przedsiębiorstw i banków wyniosła 16,3 mld zł, w tym środki na rynku papierów dłużnych pozyskały takie banki, jak: PKO BP (1,6 mld zł)<sup>6</sup>, Getin Noble Bank (ok. 700 mln zł), BOŚ (285 mln zł), Alior Bank (280 mln zł). Z kolei war-

<sup>4</sup> Znaczenie emisji obligacji korporacyjnych na tle innych źródeł finansowania przedsiębiorstw wciąż pozostaje w Polsce na niskim poziomie w porównaniu do wykorzystania tego źródła finansowania przedsiębiorstw w USA. Problematyka ta jest szerzej omówiona m.in. w: M. Stradomski: *Zarządzanie strukturą zadłużenia przedsiębiorstwa*. PWE, Warszawa 2004, rozdział 4.

<sup>5</sup> Mezzanine finance możemy określić jako finansowanie „pośrednie”, łączące dwie formy finansowania, jakimi są kapitał własny i dług bankowy w strukturze kapitałowej. Por. [www.bankier.pl/wiadomosc/Mezzanine-finance-Miedzy-kredytem-a-sprzedaza-akcji-809292.html](http://www.bankier.pl/wiadomosc/Mezzanine-finance-Miedzy-kredytem-a-sprzedaza-akcji-809292.html) (18.10.2012).

<sup>6</sup> Pod koniec września 2012 r. Bank PKO BP SA wyemitował 10-letnie obligacje na kwotę 1 mld USD, których rentowność była niższa od rentowności hiszpańskich i włoskich obligacji rządowych. Do końca września 2012 r. PKO BP SA przeprowadził emisje obligacji denominowanych w USD oraz CHF, a w przyszłości zamierza również wyemitować euroobligacje denominowane w euro. Na podstawie: *Możliwe dalsze emisje obligacji walutowych*. „Gazeta Giełdy Parkiet” 12.10.2012, s. 9.

tość emisji obligacji przeprowadzonych przez firmy jest po dziewięciu miesiącach 2012 r. o ponad 2 mld zł wyższa niż w całym 2011 r. (7,9 mln zł). Oprócz emisji obligacji o wysokiej wartości nominalnej, przeprowadzonych przez takie spółki giełdowe, jak: PKN Orlen, Turon i PGNiG, w segmencie emisji obligacji o średnich i małych wartościach nominalnych, dominowały obligacje spółek z branż: energetycznej, deweloperskiej, obsługi lotnisk i kolejowej. Widoczna jest również tendencja dużych emitentów do plasowania obligacji nie tylko wśród inwestorów instytucjonalnych, ale też wśród indywidualnych – np. PKN Orlen<sup>7</sup>, PCC Rokita<sup>8</sup> oraz PCZ Polski Holding Medyczny<sup>9</sup>. Pierwszą dużą emisją obligacji z emisji przeznaczonych dla inwestorów indywidualnych była emisja przeprowadzona w 2011 r. przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie<sup>10</sup>.

Warto podkreślić także fakt, iż klienci funduszy inwestycyjnych zwrócili się w 2012 r. w kierunku segmentu obligacji korporacyjnych. W ciągu 7 miesięcy 2012 r. do funduszy inwestycyjnych rynku obligacji wpłynęło 11 mld zł, podczas gdy wycofano z nich środki o wartości 5,7 mld zł. W tym samym czasie saldo wpłat i umorzeń w segmencie funduszy akcyjnych wyniosło 181 mln zł<sup>11</sup>.

Nie bez znaczenia dla wielkości emisji i oprocentowania obligacji plasowanych na polskim rynku długu jest też fakt, że w 2012 r. banki zaostrzyły warunki kredytowania dla firm, a tym samym niejako ukierunkowały przedsiębiorstwa na pozyskiwanie nowych środków finansowych na rynku papierów dłużnych (tabela 1). Co ciekawsze, w związku z nowymi regulacjami w sektorze bankowym (Bazylea III<sup>12</sup>) same banki poszukują długoterminowego finansowania.

Zaostrzenie warunków kredytowania dla firm wprowadzone przez banki oraz ukierunkowanie przedsiębiorstw na pozyskiwanie nowych środków finansowych na rynku papierów dłużnych sprzyja przesunięciu się ciężaru finansowania pod-

<sup>7</sup> PKN Orlen w pierwszej połowie 2013 r. zamierza wyemitować obligacje o wartości nominalnej 200 mln zł dla inwestorów indywidualnych. Emisja obligacji przeprowadzona przez Holding w 2012 r. była skierowana do inwestorów instytucjonalnych, w tym głównie do OFE i TFI.

<sup>8</sup> PCC Rokita uplasowała już pierwszą transzę w wysokości nominalnej równej 25 mln zł z całego programu emisji obligacji, którego wartość wynosi 200 mln zł. Popyt na obligacje tej spółki był tak duży w grupie inwestorów indywidualnych, że w trakcie sprzedaży obowiązywała 70% redukcja złożonych zapisów.

<sup>9</sup> Oferta PCZ Polskiego Holdingu Medycznego emisji 3-letnich obligacji o wartości nominalnej od 5 do 30 mln zł jest skierowana zarówno do inwestorów indywidualnych, jak i instytucjonalnych bez podziału na transze.

<sup>10</sup> Wartość nominalna emisji obligacji wynosiła 170 mln zł.

<sup>11</sup> Analizy on Line: <http://www.analizy.pl/fundusze/fundusze-inwestycyjne> (16.10.2012)

<sup>12</sup> Z uwagi na fakt, iż Komisja Nadzoru Finansowego oczekuje, że co najmniej 20% portfela kredytów hipotecznych banków będzie sfinansowane za pomocą środków z emisji długoterminowych papierów dłużnych, można przypuszczać, że banki w ciągu najbliższych dwu-trzech lat przeprowadzą emisje obligacji na kwotę kilkunastu miliardów złotych. Na podstawie: K. Ostrowska: *Giełdowe spółki inwestują dzięki obligacjom*. „Rzeczpospolita” 31.08.2012, s. B1.

miotów komercyjnych w stronę emisji obligacji korporacyjnych, a także wprowadzaniu ich do obrotu na rynku Catalyst, co ewidentnie przyczynia się do rozwoju tego rynku.

Tabela 1

Wartość emisji obligacji w ciągu 9 miesięcy 2012 r. i zadłużenie poszczególnych agentów emisji na dzień 30.09.2012 r.

Agent emisji	Krótkoterminowe papiery dłużne (do roku)		Obligacje korporacyjne (powyżej roku)		Papiery bankowe	
	zadłużenie w mln zł	wartość emisji w mln zł	zadłużenie w mln zł	wartość emisji w mln zł	zadłużenie w mln zł	wartość emisji w mln zł
BGK	286,00	34,00	245,46	24,60	25679,23	0,00
Pekao SA	6755,50	3109,80	8946,90	273,90	1547,50	150,00
BRE Bank	4157,90	1675,00	4918,26	217,90	4566,34	683,50
ING Bank Śląski	5117,40	1199,20	3434,24	0,00	470,00	0,00
Bank Handlowy	2365,44	3280,45	1097,26	0,00	4183,60	533,60
PKO BP	3743,40	569,00	2357,50	16,50	47,30	0,00
Nordea Bank	303,90	47,10	3820,86	0,00	0,00	0,00
Noble Securities	50,00	0,00	1485,31	15,00	776,44	17,99
DM BPS	9,85	0,00	875,75	4,04	411,78	11,09
Copernicus Securities	160,53	4,90	843,62	0,00	0,00	0,00
DM IDM	332,37	0,00	541,45	0,00	0,00	0,00
Raiffeisen Bank	359,62	83,16	383,86	6,50	0,00	0,00
Bank Millennium	187,00	0,00	0,00	0,00	459,91	11,43
Société Générale	619,60	296,50	0,00	0,00	0,00	0,00
BZ WBK	422,50	276,50	57,85	0,00	0,00	0,00
Alior Bank	99,63	25,38	34,60	0,00	299,02	0,00
Ipopema Securities	15,50	15,50	302,50	0,00	0,00	0,00
Bank DnB Nord	9,08	2,85	39,16	0,00	0,00	0,00
BNP Paribas Bank	0,00	0,00	45,00	45,00	0,00	0,00
PBP	6,00	2,50	0,00	0,00	0,00	0,00
Kredyt Bank	5,60	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Suma</b>	<b>25006,82</b>	<b>10621,84</b>	<b>29429,58</b>	<b>603,44</b>	<b>38441,12</b>	<b>1407,61</b>

Źródło: K. Ostrowska: *Nieźle trzy kwartały na rynku obligacji*. „Rzeczpospolita” z dnia 19 października 2012, s. B12.

## 2. Ogólna charakterystyka papierów dłużnych notowanych na rynku Catalyst a obligacje korporacyjne

W dniu 30.09.2012 r. minęła trzecia rocznica istnienia rynku Catalyst, a w dniu 16.10.2012 r. w sumie notowanych było na nim 363 serie obligacji o łącznej wartości 567,44 mld zł, wyemitowane przez 156 podmiotów. Z tej liczby w segmencie notowanych instrumentów dłużnych i denominowanych w złotych polskich było 339 instrumentów dłużnych o wartości 566,57 mld zł, wyemitowanych przez 148 emitentów. Z kolei w segmencie autoryzowanych instrumentów dłużnych i denominowanych w złotych polskich były 23 serie o wartości 70 mln zł wyemitowane przez 7 emitentów (6 – wyemitowanych przez podmioty komunalne, a 1 – przez podmiot komercyjny), zaś w segmencie instrumentów dłużnych denominowanych w euro notowany był tylko jeden walor o wartości nominalnej emisji równej 0,8 mld zł, wyemitowany przez podmiot komercyjny.

Tabela 2

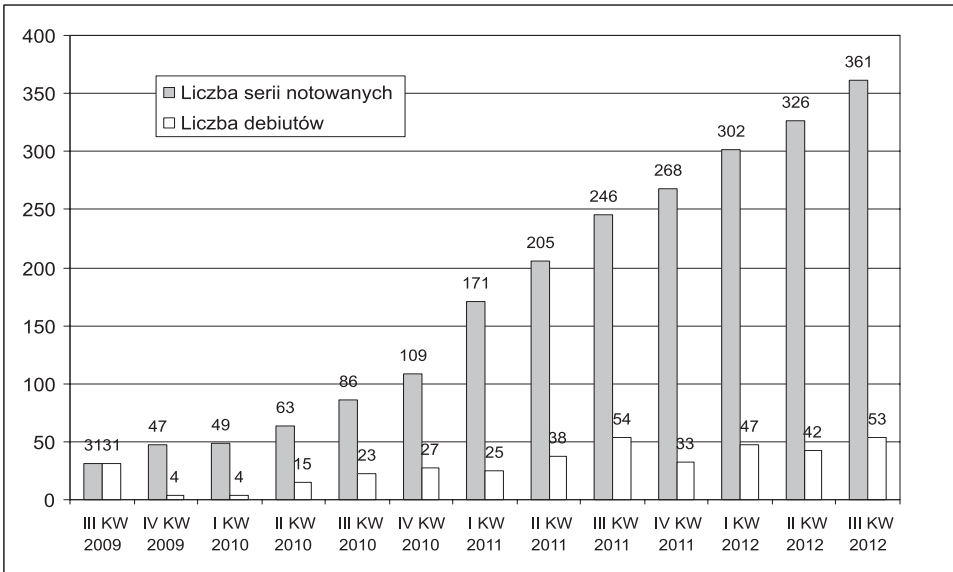
Liczba emitentów, serii papierów dłużnych i wartość emisji na rynku Catalyst na dzień 16.10.2012 w segmencie instrumenty dłużne notowane i denominowane w PLN

	Korporacyjne (z listami zastawnymi)	Spółdzielcze	Komunalne	Skarbowe	Razem
<b>Liczba emitentów</b>	114	22	11	1	148
<b>Liczba serii</b>	245	29	29	36	339
<b>Wartość emisji (mld PLN)</b>	44,37	0,41	2,28	519,51	566,57

Źródło: Na podstawie [http://www.gpwcatalyst.pl/podstawowe\\_statystyki](http://www.gpwcatalyst.pl/podstawowe_statystyki) (17.10.2012).

W segmencie instrumentów dłużnych notowanych i denominowanych w PLN spośród 148 emitentów wszystkich papierów wartościowych aż 114 (co stanowiło 77,03% wszystkich wyemitowanych obligacji) było uplasowanych przez podmioty komercyjne, 22 (14,86%) przez banki spółdzielcze, 11 (7,43%) przez podmioty komunalne. Spośród wszystkich 339 serii papierów dłużnych: 245 (72,27% wszystkich serii papierów) zostało wyemitowanych przez podmioty korporacyjne, po 29 (8,55%) przez banki spółdzielcze i podmioty komunalne, a 36 (10,62%)

przez Skarb Państwa. W ujęciu wartościowym Skarb Państwa wyemitował łącznie obligacje za 519,51 mld zł (91,69% łącznej wartości nominalnej wyemitowanych instrumentów dłużnych), a podmioty komercyjne za 44,37 mld zł (7,83%) – tabela 2.

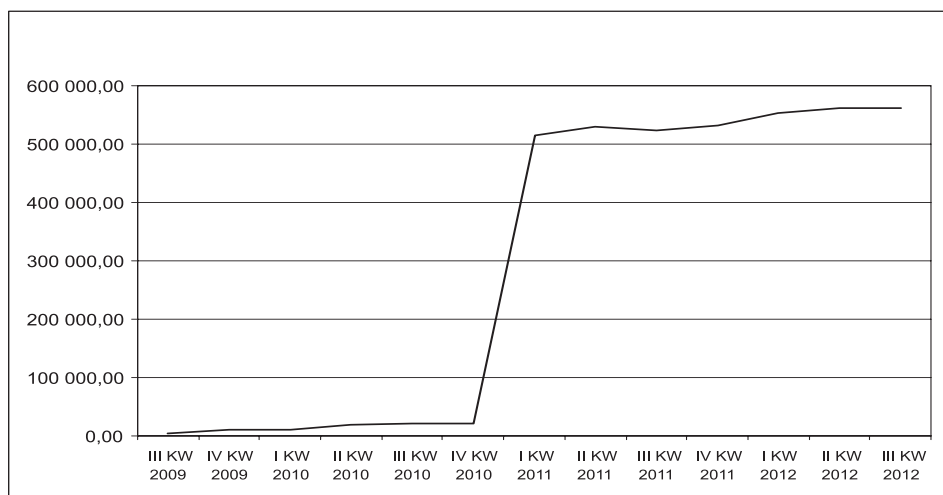


Rys. 1. Liczba serii notowanych papierów dłużnych oraz liczba debiutów w poszczególnych kwartałach na rynku Catalyst

Źródło: Na podstawie [http://www.gpwcatalyst.pl/podstawowe\\_statystyki](http://www.gpwcatalyst.pl/podstawowe_statystyki) (17.10.2012).

Na rys. 1 została przedstawiona liczba serii notowanych papierów dłużnych oraz liczba debiutów na rynku Catalyst w poszczególnych kwartałach. Od początku istnienia rynku Catalyst widoczna jest tendencja wzrostowa obu tych wielkości. Największy przyrost liczby serii notowanych papierów dłużnych wystąpił w I kw. 2010 r. (wzrost o 62 serie). Od tego momentu obserwowany jest systematyczny przyrost liczby serii papierów dłużnych notowanych na rynku Catalyst – na koniec III kw. 2012 r. było notowanych 361 serii papierów dłużnych. Z kolei największa liczba debiutów na rynku Catalyst wystąpiła w III kw. 2011 r. i wyniosła 54 debiuty. W następnym kwartale (VI kw. 2011) liczba debiutów obniżyła się do 33, a w kolejnych dwu kwartałach (I kw. i II kw. 2012) ukształtowała się ona na poziomie odpowiednio: 47 i 42 debiutów. W III kw. 2012 r. liczba debiutów wyniosła 53 i tym samym zbliżyła się do swojej wartości maksymalnej wynoszącej 54.

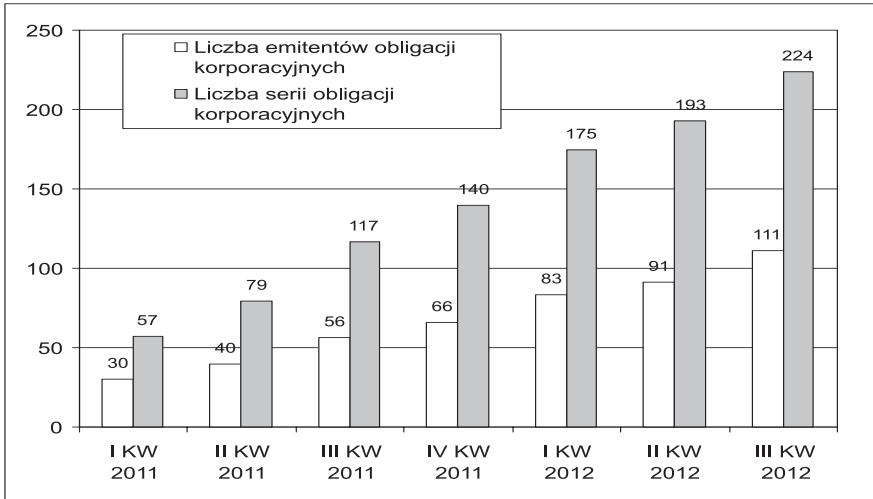
Liczba emitentów obligacji korporacyjnych i liczba serii obligacji korporacyjnych (bez obligacji banków spółdzielczych i listów zastawnych) w okresie I kw. 2011 – III kw. 2012 uległa zwiększeniu z 30 emitentów i 57 serii do 111 emitentów i 224 serii. Przybyło zatem 81 emitentów i 113 serii obligacji korporacyjnych (bez obligacji banków spółdzielczych i listów zastawnych).



Rys. 2. Wartość emisji papierów dłużnych notowanych na Catalyście na koniec poszczególnych kwartałów (w mln zł)

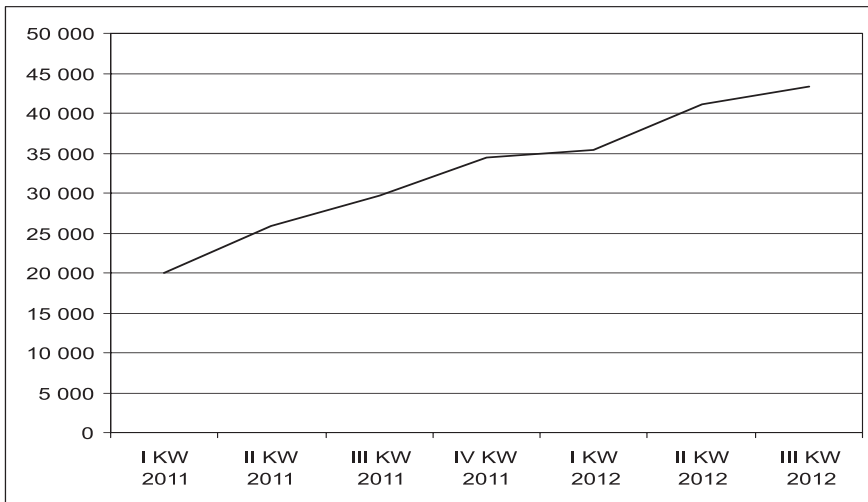
Źródło: Na podstawie [http://www.gpwcatalyst.pl/podstawowe\\_statystyki](http://www.gpwcatalyst.pl/podstawowe_statystyki) (17.10.2012).

Analiza wartości emisji papierów dłużnych notowanych na Catalyście ukazuje gwałtowny przyrost w I kw. 2011 r., kiedy to wartość nominalna notowanych na tym rynku papierów dłużnych zwiększyła się z 21 552,76 mln zł do 515 389,76 mln zł (rys. 2). W kolejnych kwartałach został odnotowany powolny wzrost wartości nominalnej papierów dłużnych notowanych na rynku Catalyście, tak że na koniec III kw. 2012 r. wartość nominalna dłużnych papierów wartościowych była równa 562 421,28 mln zł. Wartość emisji obligacji korporacyjnych notowanych na Catalyście (bez obligacji banków spółdzielczych i listów zastawnych) wzrosła w okresie od I kw. 2011 do III kw. 2012 z 20 060 mln zł do 43 315 mln zł, tj. o 115,93%.



Rys. 3. Liczba emitentów obligacji korporacyjnych i liczba serii obligacji korporacyjnych (bez obligacji banków spółdzielczych i listów zastawnych)

Źródło: Na podstawie [http://www.gpwcatalyst.pl/podstawowe\\_statystyki](http://www.gpwcatalyst.pl/podstawowe_statystyki) (17.10.2012).

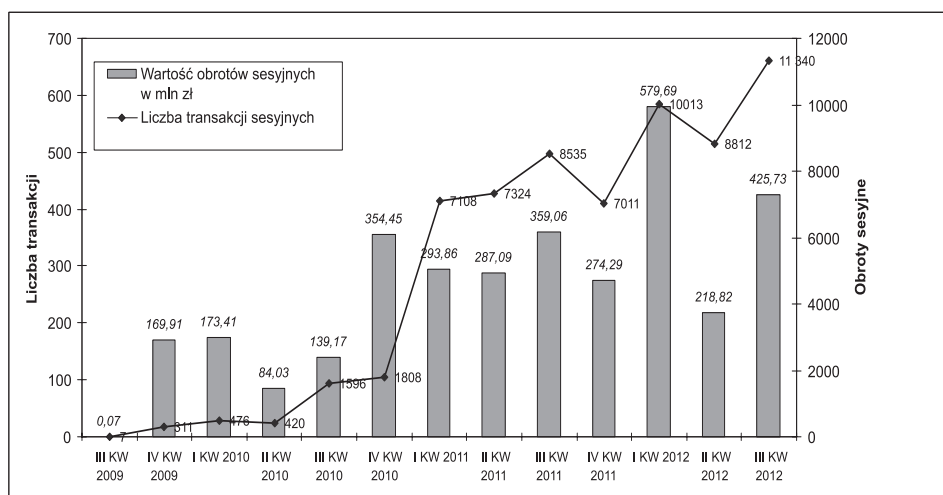


Rys. 4. Wartość emisji obligacji korporacyjnych notowanych na Catalyst (bez obligacji banków spółdzielczych i listów zastawnych)

Źródło: Na podstawie [http://www.gpwcatalyst.pl/podstawowe\\_statystyki](http://www.gpwcatalyst.pl/podstawowe_statystyki) (17.10.2012).



Na rysunku 5 została przedstawiona wartość i liczba transakcji sesyjnych w poszczególnych kwartałach. Od powstania rynku Catalyst liczba transakcji sesyjnych w kolejnych kwartałach systematycznie rośnie – w III kwartale 2012 r. osiągnęła ona poziom 11 340. Wartość obrotów sesyjnych w poszczególnych kwartałach cechuje się dużą zmiennością. O ile w 2011 r. oscylowała ona w przedziale od 274,29 mln zł (IV kw. 2011) do 359,06 mln (III kw. 2011), o tyle w I kw. 2012 osiągnęła rekordową wartość równą 579,69 mln zł, aby w następnym kwartale spaść do poziomu 218,82 mln zł i wzrosnąć w III kw. 2012 do 425,73 mln zł.



Rys. 5. Wartość obrotów sesyjnych (w mln zł) i liczba transakcji sesyjnych (w szt.) w poszczególnych kwartałach

Źródło: Na podstawie [http://www.gpwcatalyst.pl/podstawowe\\_statystyki](http://www.gpwcatalyst.pl/podstawowe_statystyki) (17.10.2012).

Istotnym elementem rynku Catalyst jest ryzyko defaultu emitenta, tj. niewykupienia przez niego papieru dłużnego w terminie jego zapadalności lub też zwłoka w wypłacie odsetek. W ciągu trzech lat istnienia rynku Catalyst pięciu emitentów obligacji korporacyjnych nie wykupiło ich w dniu wykupu: Anti, Fojud, Budostal-5, Polsport Group, Religa Development. Dwa podmioty: East Pictures oraz IMC Impomed Centrum przekazały raporty finansowe po terminie ich publikacji, co skutkowało zawieszeniem obrotu obligacjami wyemitowanymi przez te firmy.

## 2.1. Emisje obligacji banków spółdzielczych

Obligacje wyemitowane przez banki spółdzielcze stanowią osobny segment na rynku Catalyst od obligacji korporacyjnych, dlatego też tendencje panujące na tym rynku zostały omówione w odrębnym podrozdziale. Warto też zwrócić uwagę na fakt, że GPW w Warszawie, podając statystyki dotyczące rynku Catalyst, publikuje je w segmentach: Korporacyjne, Spółdzielcze, Komunalne i Skarbowe<sup>13</sup>, a z kolei dokumenty emitentów są przypisane następującym kategoriom: Miasta, Firmy, Banki<sup>14</sup>. W tym pierwszym podziale obligacje banków niespółdzielczych zostały zakwalifikowane do obligacji korporacyjnych, podczas gdy w tym drugim zarówno banki spółdzielcze, jak i pozostałe banki są zaliczane do grupy: Banki. Na potrzeby dalszej części tego artykułu obligacje banków spółdzielczych jak i banków komercyjnych nie będą zaliczane do obligacji korporacyjnych.

Do końca września 2012 r. banki spółdzielcze oraz zrzeszający je Bank Polskiej Spółdzielczości (BPS) wyemitowały 23 serie obligacji na 405 mln zł, z czego emisja obligacji wyemitowanych przez BPS wyniosła 180 mln zł, a banków spółdzielczych łącznie 225 mln zł. W lipcu 2010 r. na Catalyst odbył się debiut pierwszej serii obligacji banków spółdzielczych, tj. obligacji Podkarpackiego Banku Spółdzielczego, Orzesko-Knurowskiego Banku Spółdzielczego, Banku Spółdzielczego w Białej Rawskiej i Spółdzielczego Banku Rozwoju w Szepietowie. Od tego momentu segment obligacji banków spółdzielczych systematycznie rośnie – na dzień 16.10.2012 r. na Catalyst notowanych było 29 serii obligacji wyemitowanych przez 23 banki spółdzielcze. Największą wartość emisji obligacji banków spółdzielczych była udziałem Podkarpackiego Banku Spółdzielczego w Sanoku, która wyniosła 48 mln zł (tabela 3).

Tabela 3

Wartość emisji obligacji banków spółdzielczych na Catalyst w mln zł

Nazwa banku spółdzielczego	Wartość emisji obligacji
Podkarpacki Bank Spółdzielczy w Sanoku	48
Krakowski Bank Spółdzielczy w Krakowie	20,7
SK Bank w Wołominie	20
Bank Polski Spółdzielczy w Ciechanowie	18
Bank Spółdzielczy w Płońsku	14
Bank Spółdzielczy w Ostrowii Mazowieckiej	10
Bank Spółdzielczy w Białej Rawskiej	10
Bank Spółdzielczy w Limanowej	10

<sup>13</sup> [http://www.gpwcatalyst.pl/podstawowe\\_statystyki](http://www.gpwcatalyst.pl/podstawowe_statystyki) (17.10.2012).

<sup>14</sup> [http://www.gpwcatalyst.pl/dokumenty\\_informacyjne?bset\\_id=1002](http://www.gpwcatalyst.pl/dokumenty_informacyjne?bset_id=1002) (16.10.2012).

cd. tabeli 3

Bank Spółdzielczy w Skierniewicach	8
Warszawski Bank Spółdzielczy	8
O.K. Bank Spółdzielczy w Knurowie	7
Spółdzielczy Bank Rozwoju w Szepietowie	7
Gospodarczy Bank Spółdzielczy w Barlinku	6,8
Kujawski Bank Spółdzielczy w Aleksandrowie Kujawskim	6
Mazowiecki Bank Spółdzielczy w Łomiankach	6
Bank Spółdzielczy w Piasecznie	5
ESBANK Bank Spółdzielczy	5
Bank Spółdzielczy w Zabłudowie	5
HEXABANK Spółdzielczy	4
Bank Spółdzielczy w Tychach	3,6
Bałtycki Bank Spółdzielczy w Darłowie	2,9
<b>Razem</b>	<b>225</b>

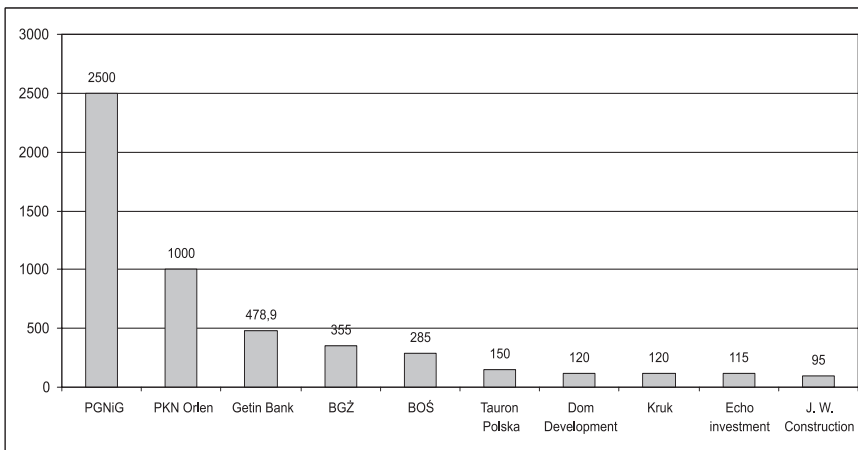
W przypadku obligacji wyemitowanych przez banki spółdzielcze aż 47% wszystkich obligatariuszy stanowią osoby prywatne. Oprocentowanie obligacji banków spółdzielczych w październiku 2012 r. kształtowało się w przedziale 8,14%-9,14% i było uzależnione od serii papieru wartościowego oraz jego terminu wykupu. Powyżej 9% w stosunku rocznym oprocentowane były obligacje Podkarpackiego Banku Spółdzielczego (9,14%), a oprocentowanie obligacji Krakowskiego Banku Spółdzielczego oraz Banku Spółdzielczego w Tychach kształtowało się w tym samym okresie nieco poniżej 9%.

## 2.2. Emisja obligacji a emisja akcji przez spółki giełdowe w okresie styczeń-lipiec 2012

W okresie od stycznia do lipca 2012 r. spółki notowane na GPW w Warszawie wyemitowały obligacje o wartości 5,8 mld zł. Z kolei wartość wyemitowanych w tym samym czasie akcji, kiedy to na GPW zadebiutowały akcje 10 firm, wyniosła tylko 1,7 mld zł. Połowę tej kwoty pozyskała z rynku spółka Midas SA (rys. 6 i 7). Emisję obligacji przeprowadzają te spółki giełdowe, które wdrażają programy inwestycyjne lub zamierzają to robić w najbliższej przyszłości. Dużych inwestycji potrzebuje branża energetyczna – PGNiG za pozyskane z emisji obligacji środki (wartość emisji wyniosła 2,5 mld zł) zrealizuje projekty infrastrukturalne. Dla porównania w całym 2011 r. wartość emisji obligacji przeprowadzo-

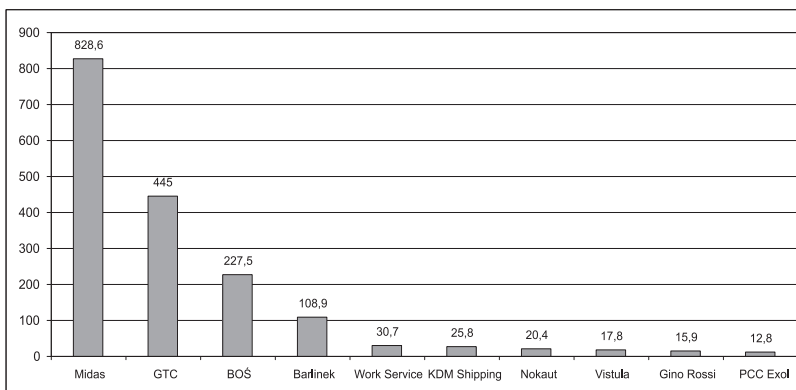
nych przez spółki giełdowe wyniosła niewiele więcej niż w ciągu pierwszych sześciu miesięcy 2012 r., tj. 6,2 mld zł. Z kolei wartość emisji akcji była w 2011 r. równa 3,6 mld zł. W latach wcześniejszych w przypadku spółek giełdowych kwota wyemitowanych akcji była wyższa od kwoty wyemitowanych obligacji.

Zapotrzebowanie na finansowanie, zgłaszane przez emitentów, jest pochodną cyklu koniunkturalnego – w związku z trwającym na świecie kryzysem gospodarczym i pogarszającymi się perspektywami makroekonomicznymi dla polskiej gospodarki, polskie firmy inwestowały w II i III kw. 2012 r. mniejsze kwoty środków niż w okresach wcześniejszych.



Rys. 6. Emisje obligacji spółek giełdowych o najwyższej wartości w okresie styczeń-lipiec 2012 (w mln zł)

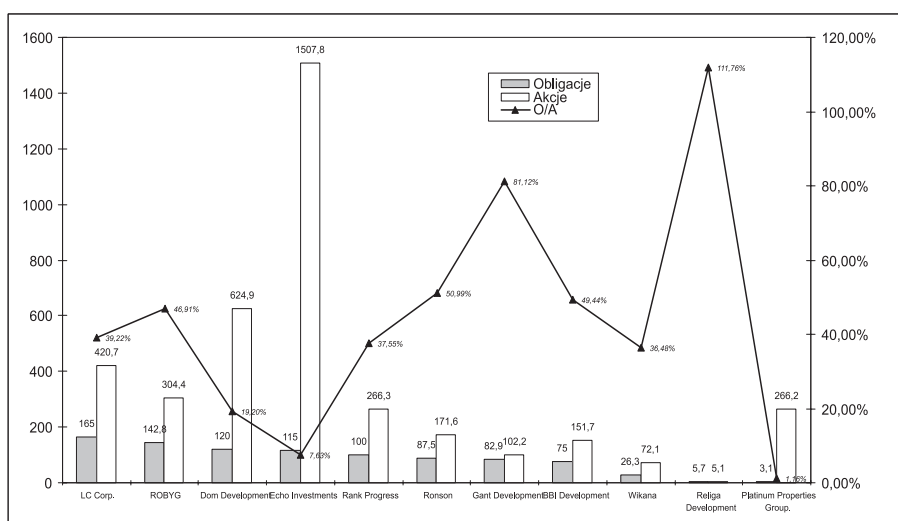
Źródło: K. Ostrowska: *Giełdowe spółki inwestują dzięki obligacjom*. „Rzeczpospolita” z dnia 31 sierpnia 2012, s. B1.



Rys. 7. Emisje akcji spółek giełdowych o najwyższej wartości w okresie styczeń-lipiec 2012 (w mln zł)

Źródło: Ibid., s. B1.

Warto też zwrócić uwagę na stosunek wartości wyemitowanych obligacji do kapitalizacji spółek notowanych na GPW w Warszawie. Dla firm wchodzących w skład segmentu WIG – Deweloperzy stosunek ten został podany na rys. 8. W przypadku spółki Religa Development stosunek wartości nominalnej wyemitowanych obligacji do kapitalizacji rynkowej był większy niż 100%, a dokładnie wyniósł 111,76%. Dla spółki Gant Development relacja ukształtowała się na poziomie 81,12%. Taki wysoki udział obligacji w finansowaniu działalności firm potwierdza fakt, że emisja obligacji stała się w ostatnim czasie istotnym źródłem pozyskania środków przez firmy na ich rozwój.



Rys. 8. Wartość wyemitowanych obligacji, kapitalizacja akcji oraz stosunek wartości wyemitowanych obligacji do kapitalizacji rynkowej dla wybranych emitentów, których akcje notowane są na GPW w Warszawie i zaliczane do segmentu WIG – Deweloperzy. Stan na 30.08.2012. (w mln zł)

Źródło: Na podstawie M. Kwiatkowska: *Obligacje deweloperów wybieraj ostrożnie.* „Dziennik Gazeta Prawna” 31.08-02.09.2012, s. A14.

### 2.3. Rynek Catalyst a inne rynki obligacji w Europie Środkowej i Wschodniej

Aktualnie rynek obligacji nieskarbowych notowanych na Catalyst jest drugim największym pod względem liczby notowanych papierów rynkiem w regionie Europy Środkowej i Wschodniej, ustępując jedynie rynkowi wiedeńskiemu, na którym są notowane dłużne papiery wartościowe o wartości nominalnej blisko 10-krotnie większej od wartości nominalnej dłużnych papierów wartościowych

na Catalystr. Z kolei wartość nominalna papierów komercyjnych notowanych na Catalystr jest kilkakrotnie większa niż wartość nominalna komercyjnych papierów dłużnych na giełdach w Budapeszcie, Bratysławie, Pradze, Bukareszcie, Ljubljanie i Sofii. Jednakże w porównaniu do innych regionów świata, tego typu porównania nie są korzystne dla rynku Catalystr. Wartość obligacji wyemitowanych przez przedsiębiorstwa i instytucje finansowe w Polsce stanowi ok. 6% PKB Polski. Dla porównania w Islandii wartość wyemitowanych papierów dłużnych notowanych na tamtejszej giełdzie wynosi ok. 300% PKB. Warto jednak podkreślić, że tak mały stosunek długu podmiotów komercyjnych do PKB w Polsce można uznać za symptom dużego potencjału wzrostowego tego rynku.

### 3. Analiza oprocentowania obligacji korporacyjnych notowanych na Catalystr

Analiza obejmuje 176 serii obligacji różnych emitentów korporacyjnych (bez obligacji banków i bez obligacji komunalnych) notowanych na Catalystr, których prospekty emisyjne były dostępne na stronie internetowej Giełdy Papierów Wartościowych poświęconej rynkowi Catalystr w dniu 27.09.2012 r. Łączna wartość nominalna analizowanych obligacji była równa 8 585 mln zł. Notowane były łącznie 42 serie o oprocentowaniu stałym, 87 serii o oprocentowaniu zależnym od stawki WIBOR6M, 45 serii o oprocentowaniu zależnym od stawki WIBOR3M i 2 serie o oprocentowaniu uzależnionym od stawki WIBOR1M (tabela 4). Udział obligacji zależnych od stawki WIBOR6M wynosił 49,43%. Na drugim miejscu uplasowały się obligacje, których oprocentowanie jest funkcją stawki WIBOR3M – 25,57%, a na trzecim o oprocentowaniu stałym – 23,86%. Łączny udział wszystkich serii obligacji o oprocentowaniu zmiennym wynosił 76,14%, a o oprocentowaniu stałym – 23,86%.

Tabela 4

Ilość poszczególnych serii obligacji w zależności od ich oprocentowania

Rodzaj oprocentowania	Liczba serii	Procentowy udział
stałe	42	23,86%
zależne od WIBORu6M	87	49,43%
zależne od WIBORu3M	45	25,57%
zależne od WIBORu1M	2	1,14%
razem	176	100,00%

Źródło: Na podstawie [http://gpwcatalystr.pl/dokumenty\\_informacyjne?bset\\_id=1001](http://gpwcatalystr.pl/dokumenty_informacyjne?bset_id=1001) (27.09.2012).

Tabela 5

## Procentowy udział serii obligacji o oprocentowaniu zmiennym

Procentowy udział obligacji, których stawka zależy od WIBORu6M	84,37%
Procentowy udział obligacji, których stawka zależy od WIBORu3M	6,66%
Procentowy udział obligacji, których stawka zależy od WIBORu1M	0,07%

Źródło: Ibid.

W grupie obligacji o oprocentowaniu zmiennym największy ich udział był obserwowany w przypadku obligacji, których wielkość kuponu zależy od stawki WIBOR6M – 84,37%. Udział obligacji o wartości kuponu zależnej od stawki WIBOR3M i WIBOR1M wynosił odpowiednio: 6,66% i 0,07% (tabela 6).

Tabela 6

## Analiza dodatkowych cech obligacji

Cecha charakterystyczne emisji	Ilość	Udział procentowy
ile razy cel emisji był nieokreślony	62	35,23%
ile emisji bez zabezpieczeń	95	53,98%
ile emisji obligacji przeprowadzonych przez spółki notowane na GPW	69	39,20%
ile emisji obligacji przeprowadzonych przez spółki notowane na NewConnect	22	12,50%

Źródło: Ibid.

W 62 seriach obligacji, tj. w 35,23% wszystkich serii, nie został określony cel emisji, a 95 serii, tj. 53,98% wszystkich serii, było uplasowanych bez zabezpieczeń (tabela 5). Spośród wszystkich 176 serii obligacji, 69 było wyemitowanych przez spółki, których akcje są notowane na GPW (39,20% wszystkich emisji), a 22 – przez spółki notowane na rynku NewConnect (12,50% wszystkich emisji).

Łączna wartość wszystkich emisji obligacji z zabezpieczeniem, przy uwzględnieniu wartości nominalnej emisji, stanowiła 75,40% łącznej wielkości emisji wszystkich serii. Pozostałe 24,60% łącznej wielkości emisji wszystkich serii, przypadło łącznej wartości obligacji bez zabezpieczenia. Z kolei łączna wielkość emisji obligacji o stałym oprocentowaniu, przy uwzględnieniu wartości nominalnej emisji, była równa 8,90% łącznej wartości nominalnej emisji wszystkich serii, a 91,10% łącznej wartości nominalnej emisji wszystkich serii była udziałem emisji o zmiennym oprocentowaniu.

Przy uwzględnieniu stawek WIBOR1M (4,89%), WIBOR3M (4,94%) i WIBOR6M (4,95%) z dnia 26.09.2012 r. najwyższe oprocentowanie obligacji

notowanych na Catalyst wynosiło 15% i było udziałem papierów dłużnych wyemitowanych przez spółkę akcyjną e-Kancelaria Grupa Finansowa, której akcje są notowane na rynku NewConnect. Jest to jednocześnie najwyższe oprocentowanie w grupie obligacji o stałym kuponie. Z kolei najniższa wartość oprocentowania stałego wynosiła 7% i była przypisana dla obligacji wyemitowanej przez spółkę giełdową Trakcja Tiltra SA. Z kolei najniższe oprocentowanie obliczone dla wszystkich obligacji, należało do obligacji wyemitowanych przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie i było równe 6,12%.

Tabela 7

Średnia arytmetyczna wartość oprocentowania w poszczególnych grupach

Rodzaj oprocentowania obligacji	Wartość
średnie oprocentowanie stałe	11,20%
średnie oprocentowanie obligacji, których oprocentowanie zależy od stawki WIBOR6M	10,42%
średnie oprocentowanie obligacji, których oprocentowanie zależy od stawki WIBOR3M	11,08%
średnie oprocentowanie obligacji, których oprocentowanie zależy od stawki WIBOR1M	12,59%

Źródło: Ibid.

Średnia arytmetyczna wartość oprocentowania wszystkich obligacji wynosiła 10,86%, w tym obligacji z zabezpieczeniem 10,82%, a bez zabezpieczenia 10,92%. Średnia arytmetyczna wartość oprocentowania obligacji o stałym oprocentowaniu była równa 11,20% (tabela 7). Z kolei w grupie obligacji o zmiennym oprocentowaniu, najwyższa średnia wartość została odnotowana w grupie obligacji, których oprocentowanie zależy od stawki WIBOR1M – 12,59%. Średnie oprocentowanie obligacji, w grupie obligacji o wartości kuponu zależnej od stawki WIBOR3M, wynosiło 11,08%, a w grupie obligacji o oprocentowaniu zależnym od stawki WIBOR6M – 10,42%.

Średnia wartość oprocentowania wszystkich serii obligacji, ważonego wielkością emisji wynosiła 8,32%, w tym obligacji o oprocentowaniu stałym – 9,41% (tabela 8). Najwyższe oprocentowanie ważne wielkością emisji było udziałem obligacji, których oprocentowanie było zależne od stawki WIBOR1M – 13,27%. Oprocentowanie obligacji ważne wielkością emisji, dla grup obligacji o oprocentowaniu zależnym od WIBORu6M i WIBORu3M, wyniosło odpowiednio: 8,03% i 10,43%. Tak niska wartość oprocentowania ważonego kapitalizacją w grupie obligacji, o wysokości kuponu zależnej od stawki WIBOR6M, jest wynikiem stosunkowo niskiego oprocentowania obligacji spółek giełdowych nale-



zących do grona *blue chips* (w nawiasie podane zostały premie powyżej stawki WIBOR6M, a po pośredniku wielkość emisji): PGNiG (1,25 pkt. proc.; 2,5 mld zł), PKN Orlen (1,6 pkt. proc.; 1 mld zł), Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie (1,17 pkt. proc.; 245 mln zł).

Tabela 8

Średnie oprocentowanie obligacji przy ważeniu wielkością emisji

Rodzaj oprocentowania obligacji	Wartość
średnie oprocentowanie obligacji o oprocentowaniu stałym	9,41%
średnie oprocentowanie obligacji, których stawka zależy od WIBORu6M, ważone wielkością emisji	8,03%
średnie oprocentowanie obligacji, których stawka zależy od WIBORu3M, ważone wielkością emisji	10,43%
średnie oprocentowanie obligacji, których stawka zależy od WIBORu1M, ważone wielkością emisji	13,27%

Źródło: Ibid.

## Podsumowanie

Przeprowadzona analiza jednoznacznie wskazuje, że w przypadku oprocentowania zmiennego zależnego od stawki WIBOR, aż w 84,37% był stosowany WIBOR6M jako stawka referencyjna służąca do wyznaczenia wartości oprocentowania zmiennego dla obligacji korporacyjnych notowanych na rynku Catalyst. W grupie obligacji korporacyjnych, których oprocentowanie było uzależnione od zmian stawki WIBOR6M, średnie oprocentowanie obligacji korporacyjnych wynosiło 10,42%. W okresie od II kwartału 2009 do II kwartału 2012 dobrze widoczna była tendencja wzrostowa zarówno kapitalizacji obligacji, jak i wolumenu obrotu obligacji notowanych na Catalyst, co dowodzi tezy, że na przestrzeni ostatnich dwu-trzech lat jest doskonale widoczny wzrost zainteresowania zarówno inwestorów indywidualnych, jak i instytucjonalnych lokowaniem środków finansowych na rynku obligacji korporacyjnych. Z drugiej zaś strony również emitenci, którym banki stawiają coraz surowsze wymagania zaciągania kredytów, chętniej uzyskują środki finansowe na rynku instrumentów dłużnych. Innym czynnikiem sprzyjającym rozwojowi tej formy pozyskiwania przez firmy środków z przeznaczeniem na rozwój lub inwestycje, jest utrzymywanie się kryzysu na światowych

rynkach finansowych i unikanie przez inwestorów ryzyka związanego z ekspozycjami na rynkach akcji. Kolejnym czynnikiem zachęcającym do inwestowania na rynku papierów dłużnych wyemitowanych przez przedsiębiorstwa, jest wprowadzenie coraz większej liczby emisji papierów dłużnych na rynek Catalyst, na którym istnieje możliwość przeprowadzania transakcji zarówno przez inwestorów instytucjonalnych, jak i też indywidualnych – wcześniej tego typu transakcje były zawierane tylko i wyłącznie na rynku międzybankowym, który niejako z założenia był zarezerwowany dla inwestorów instytucjonalnych. Następnym czynnikiem sprzyjającym rozwojowi rynku Catalyst jest fakt akceptowania przez Narodowy Bank Polski notowanych na nim dłużnych papierów wartościowych jako zabezpieczeń w operacjach na rynku pieniężnym. Warunki, jakie muszą być spełnione, aby papier wartościowy został dopuszczony jako zabezpieczenie w operacjach repo, zaciągnięcia kredytu technicznego lub lombardowego, są następujące:

1. W przypadku obligacji komunalnych, listów zastawnych i obligacji EBI:
  - a) są dopuszczone do obrotu publicznego,
  - b) wprowadzone do obrotu regulowanego na GPW lub na BondSpot.
2. W przypadku obligacji korporacyjnych:
  - a) są dopuszczone do obrotu publicznego,
  - b) wprowadzone do obrotu regulowanego na GPW lub na BondSpot,
  - c) spełniają przynajmniej jedno z kryteriów ratingowych:
    - posiadają rating na poziomie inwestycyjnym,
    - emitent obligacji posiada rating na poziomie inwestycyjnym,
    - posiadają gwarancję Skarbu Państwa lub gwarancję instytucji finansowej posiadającej rating na poziomie inwestycyjnym<sup>15</sup>.

Wszystkie wyżej wymienione czynniki będą przyczyniać się do rozwoju rynku papierów dłużnych notowanych na Catalyst i będą stanowiły alternatywną formę pozyskiwania przez przedsiębiorstwa środków na rozwój i inwestycje.

## ISSUANCE OF CORPORATE BOND: NEW-OLD FORM OF EQUITY ACQUIRING

### Summary

The article presents an analysis of the factors determining the development of the Polish corporate debt securities listed on the Catalyst platform and analysis of corporate bond (with the exception of bank bonds and mortgage bonds) listed on the platform taking into account the different parameters affecting the bond interest rates.

<sup>15</sup> <http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/dzienne/zabezpieczenia.htm> (10.10.2012).