

**Witlód Gradoń**

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

# **EMISJA OBLIGACJI KORPORACYJNYCH A RYZYKO UCZESTNIKÓW RYNKU**

## **Wprowadzenie**

Rynek obligacji korporacyjnych, podobnie jak każdy inny segment rynku finansowego, stanowi źródło ryzyka, które ponoszą wszyscy jego uczestnicy, a w szczególności instytucje finansowe jako inwestorzy lub agenci emisji. Obligacje korporacyjne są traktowane jako instrument finansowy, który pod względem relacji ryzyka do oczekiwanej stopy zwrotu, plasuje się pomiędzy aktywami uważanymi za bezpieczne (papiery skarbowe) a akcjami. Ryzyko związane z rynkiem obligacji korporacyjnych ponoszone przez instytucje finansowe przekłada się bezpośrednio na jego wiarygodność. Problem ten jest szczególnie istotny w kontekście jego dalszego pokryzysowego rozwoju, zwłaszcza w przypadku młodych rynków.

Celem niniejszego artykułu jest zatem próba przybliżenia podstawowych rodzajów ryzyka, na jakie są narażone podmioty operujące na rynku obligacji korporacyjnych oraz konsekwencji jakie się z nim wiążą, zwracając przy tym uwagę na fakt, że rodzaj i natężenie ponoszonego ryzyka są zdeterminowane charakterem uczestnictwa w transakcjach. Inne bowiem ryzyko ponoszą emitent, inwestor oraz podmiot uczestniczący w transakcji w roli agenta emisji.

## **1. Ogólna charakterystyka obligacji korporacyjnych**

Obligacje korporacyjne są emitowane przez podmioty posiadające osobowość prawną celem pokrywania potrzeb pożyczkowych związanych z prowadzoną działalnością gospodarczą. Przedsiębiorstwa decydują się zatem na emisję obligacji z dwóch zasadniczych powodów:

- po pierwsze – ze względu na odczuwane zapotrzebowanie na dodatkowe środki w okresach dłuższych niż rok, które wynikają z potrzeb inwestycyjnych,
- po drugie – z uwagi na możliwość pozyskania tańszego źródła finansowania w stosunku do emisji akcji (z uwagi na np. efekt tarczy podatkowej).

W zależności od jakości emitenta obligacje korporacyjne charakteryzują się bardzo dużym zróżnicowaniem stopnia ryzyka. Za najbardziej ryzykowne uważa się obligacje tandetne (śmieciowe, ang. *junk bonds*), w przypadku których emitentem są nowo powstające spółki lub któremu grozi upadłość; względnie celem emisji jest wykup upadających podmiotów gospodarczych<sup>1</sup>.

Emisja obligacji korporacyjnych stanowi dużo bardziej elastyczną formę zadłużania się w porównaniu z kredytem bankowym. Emitenci dysponują całkowitą swobodą w kształtowaniu jej parametrów, które można dowolnie ustalać w zależności od potrzeb (wartość nominalna, formuła oprocentowania i płatności odsetkowych, termin wykupu, cena emisyjna, forma zabezpieczenia wykupu lub jej brak itp.). Emitent może zobowiązać się względem obligatariuszy nie tylko do realizacji świadczeń pieniężnych (zwrotu należności głównej oraz odsetek), ale również do świadczeń niepieniężnych, np. zamiany obligacji na akcje (tzw. obligacje zamienne) lub przyznania obligatariuszowi prawa pierwszeństwa objęcia akcji nowych emisji.

Z definicji obligacji zamiennej wynika, że jest w niej inkorporowane prawo do wyboru przez obligatariusza formy świadczenia – pieniężnego lub niepieniężnego. Skorzystanie z prawa zamiany obligacji na akcje sprawia, że poprzez przejście instrumentu o charakterze udziałowym obligatariusz przestaje być właścicielem papieru wierzycielskiego<sup>2</sup>. Z tego względu traktuje się te obligacje jako walory „hybrydowe”, gdyż łączą cechy obligacji i akcji<sup>3</sup>. Hybrydowy charakter instrumentu uwidacznia się w szczególności w momencie jego wyceny na rynku, dlatego też dominujący wpływ na cenę obligacji zamiennej ma kurs instrumentów udziałowych, do zamiany na które może dojść<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> E. Ferber: *Wszystko o obligacjach*. Wig-Press, Warszawa 1996, s. 77. Szerzej na temat obligacji zob. np. W. Dębski: *Rynek finansowy i jego mechanizmy – podstawy teorii i praktyki*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003, s. 212-289.

<sup>2</sup> Odmianą obligacji zamiennych są obligacje wymienne (ang. *exchangable bonds*), których istota także sprowadza się do ich konwersji na akcje, z tym że przedmiotem są akcje innych podmiotów niż emitent. Rozwiązanie takie jest stosowane wówczas, gdy Skarb Państwa emituje obligacje w związku z koniecznością pokrycia deficytu budżetowego, w przypadku których przewidziano w terminie ich wykupu ich zamianę (wymianę) na akcje prywatyzowanych przedsiębiorstw państwowych.

<sup>3</sup> To stwierdzenie do końca nie jest prawdziwe, ponieważ dopóki taka obligacja nie jest zamieniona na akcje jest instrumentem o charakterze wierzycielskim.

<sup>4</sup> Różnica między obligacjami zamiennymi a z prawami poboru polega przede wszystkim na technicznym aspekcie realizacji świadczenia niepieniężnego. W przypadku obligacji z prawem pierwszeństwa obligatariusz może przedstawić obligację do wykupu w ustalonym terminie, realizując odrębnie należność z tytułu subskrypcji akcji nowej emisji. Zakup akcji jest oddzielną transakcją, której termin nie musi się pokrywać z terminem wykupu obligacji. Ponadto w przypadku tej formy obligacji podwyższenie kapitału w spółce następuje bez ścisłego związku z emisją obligacji, a gdy emisja akcji nie zostanie objęta przez obligatariuszy emitent ma prawo zaoferowania ich innym inwestorom.

Obligacje zamienne pozwalają emitentom osiągać różnorakie korzyści, do których należy zaliczyć przede wszystkim:

- niższe koszty ich obsługi z uwagi na występujące z reguły niższe oprocentowanie,
- zmniejszenie tzw. stopnia rozcieńczenia zysku przypadającego na akcję,
- zwolnienie z konieczności gromadzenia środków niezbędnych do wykupu instrumentu w przypadku skorzystania z prawa zamiany długu na udziały.

Do innych świadczeń o charakterze niepieniężnym można zaliczyć warrant, czyli prawo zakupu według określonego kursu akcji spółki, która wyemitowała obligację, z tym że realizacja praw z warrantu nie unieważnia obligacji, stającej się wtedy obligacją, z którą są związane tylko świadczenia pieniężne. Za prawo niepieniężne należy także uznać przyznanie właścicielowi obligacji prawa do zaspokojenia swoich roszczeń z pierwszeństwem przed innymi wierzycielami emitenta z całości albo z części przychodów lub z całości albo części majątku przedsiębiorstwa, które zostały sfinansowane ze środków uzyskanych z emisji obligacji albo z całości, albo z części przychodów z innych przedsięwzięć określonych przez emitenta (tzw. obligacje przychodowe).

Do praw inkorporowanych w obligacjach korporacyjnych należy również zaliczyć możliwość skrócenia pierwotnego terminu wykupu, która przybiera postać opcji wykupu obligacji na żądanie emitenta (ang. *callable bonds*) lub wykupu na żądanie obligatariusza (ang. *putable bonds*)<sup>5</sup>. Rozwiązanie takie stosuje się w przypadku braku rynku wtórnego i ma ono zapewnić inwestorowi możliwość wycofania się z inwestycji przed pierwotnym terminem wykupu.

## 2. Ryzyko emitenta obligacji korporacyjnych

Podstawowe ryzyko na jakie jest narażony emitent obligacji korporacyjnych jest związane z niedojściem emisji do skutku, w wyniku czego nie pozyskuje środków, na jakie zgłasza zapotrzebowanie. Przyczynami fiaska emisji może być np. wadliwa konstrukcja obligacji, niewłaściwie wybrany moment emisji lub rynek, na którym emisja ma być uplasowana. W przypadku konstrukcji obligacji chodzi o jej podstawowe parametry, czyli wartość nominalną, czę-

---

<sup>5</sup> Szczególnym rodzajem obligacji są obligacje premiowe. Łączą się one z możliwością otrzymania przez obligatariuszy premii w drodze losowania w formie zsumowanych odsetek, które nie będąc wypłacane poszczególnym właścicielom obligacji w okresach odsetkowych, tworzą specjalną pulę pieniężną – tzw. fundusz premiowy. Najczęściej wylosowane obligacje podlegają również automatycznemu wykupowi, zmniejszając tym samym możliwość tworzenia w tej samej wysokości funduszu odsetkowego. Jest to więc połączenie obligacji z loterią i z tego względu walory te nie stanowią przedmiotu obrotu giełdowego.

stotliwość płatności odsetkowych, poziom i formułę oprocentowania, a także pierwotny termin wykupu i ewentualne zabezpieczenie wykupu. Źródłem ryzyka związanym z wartością nominalną jest niedopasowanie jej poziomu do specyfiki rynku, na którym jest plasowana oferta (rynek inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych). Ryzyko stopy procentowej wyraża się z kolei w błędnej formule, na podstawie której ustala się jej poziom. W przypadku obligacji emitowanych na okresy kilkuletnie z reguły oprocentowanie obligacji jest zmienne, a za punkt odniesienia przyjmuje się na ogół stopy procentowe rynku międzybankowego typu IBOR 3- lub 6-miesięczne<sup>6</sup>. Emitenci, chcąc zrekompensować ponoszone przez inwestorów ryzyko inwestycyjne, powinni powiększyć ją o stosowną marżę. Jej poziom z jednej strony ma zachęcać do zakupu obligacji, a z drugiej może być powodem pojawienia się trudności finansowych emitenta związanych z obsługą obligacji. Zderzenie oczekiwań inwestorów i możliwości emitentów stanowi potencjalne źródło ryzyka dla obu stron. Zbyt niski poziom premii może nie wzbudzić dostatecznego zainteresowania ofertą inwestorów (ryzyko fiaska emisji), natomiast poziom satysfakcjonujący inwestorów może być zbyt dużym obciążeniem dla emitenta (ryzyko kredytowe).

Kolejnym elementem, mogącym przesądzić o zainteresowaniu emisją jest zabezpieczenie wykupu emisji obligacji. Daje się w związku z tym zauważyć na rynku pierwotnym pewnego rodzaju dysproporcje pod względem poziomu zainteresowania obligacjami korporacyjnymi nawet o niskim progu wejścia w zależności od tego, czy obligacje są zabezpieczone, czy też nie. W przypadku tych bez zabezpieczenia nie zachęca inwestorów nawet wysokie oprocentowanie, czego wyrazem jest często spotykany brak redukcji w zapisach. Ponadto emisji niezabezpieczonych unikają inwestorzy instytucjonalni<sup>7</sup>.

O sukcesie emisji przesądza również właściwy wybór momentu emisji i docelowego rynku, na którym obligacje będą plasowane. Niezsynchronizowanie momentu, w którym emitent zgłasza potrzeby pożyczkowe z podażą kapitału na

<sup>6</sup> Stopy te w coraz mniejszym stopniu odzwierciedlają rynkowy poziom stopy procentowej. Szerzej na ten temat zob. L. Pawłowicz: Zastąpmy WIBOR realną stopą, <http://www.obserwatorfinansowy.pl> [dostęp: 06 czerwca 2012 r.]; G. Hansen: Czy i czym zastąpimy WIBOR?, <http://www.obserwatorfinansowy.pl> [dostęp: 10 września 2012 r.]; M. Bieszki: Nie tylko WIBOR zmienił się w pustą deklarację, <http://www.obserwatorfinansowy.pl> [dostęp: 10 października 2012 r.]; K. Maciejewski: Wibor mierzy rynek, który zanika, <http://www.obserwatorfinansowy.pl> [dostęp: 1 września 2012 r.]; Pod presją nadzoru Londyn resetuje LIBOR, The Economist Intelligence Unit Limited, <http://www.obserwatorfinansowy.pl> [dostęp: 15 października 2012 r.].

<sup>7</sup> W Polsce większość emisji obligacji korporacyjnych jest niezabezpieczona. W przypadku obligacji zabezpieczonych, emitowanych głównie przez podmioty z branży budowlano-deweloperskiej, zabezpieczeniem jest najczęściej hipoteka. Szerzej: Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2010 r. NBP, Warszawa 2012, s. 219.

rynku plasacji obligacji może przesadzić o niepowodzeniu emisji. Wiąże się to z niedostateczną chłonnością całego rynku lub grupy inwestorów, pod oczekiwania których jest zaprojektowana oferta prywatna.

Innym rodzajem ryzyka, na jakie są narażeni emitenci obligacji to utrata kontroli nad spółką. Występuje ono wówczas, gdy zostaje podjęta decyzja o finansowaniu potrzeb pożyczkowych w drodze emisji obligacji zamiennych. Choć z jednej strony konstrukcja takiej obligacji uatrakcylnia ją i stwarza większe szanse na powodzenie emisji, to z drugiej konsekwencją ich emisji może być całkowita lub częściowa utrata kontroli nad przedsiębiorstwem przez dotychczasowych właścicieli. Towarzyszące temu obawy o dalsze losy spółki są często związane z nieczytelnymi, ukrytymi lub trudno identyfikowalnymi intencjami nowych właścicieli.

Nie można także zapominać o „klasycznych” rodzajach ryzyka, na które jest narażony emitent, a mianowicie o ryzyku stopy procentowej, kursowym oraz przedterminowego wykupu (zwrotu długu). W pierwszym przypadku emitent ponosi straty w warunkach spadku rynkowych stóp procentowych, gdy dokonał emisji długu o stałym oprocentowaniu. Ograniczeniem tego rodzaju ryzyka może być zaciąganie długu o zmiennym oprocentowaniu, przy czym we właściwy sposób należy dobrać stopę referencyjną. Ryzyko kursowe występuje natomiast wówczas, gdy dokonano emisji w walucie innej niż waluta kraju emitenta. Aprecjacja waluty zagranicznej, w której został zaciągnięty dług naraża emitenta na wzrost kosztów jego obsługi. Jest to szczególnie dotkliwe w przypadku tych emitentów, którzy są importerami lub realizują przychody z prowadzonej działalności wyłącznie w walucie krajowej. Dla eksporterów problem ryzyka walutowego długu zaciąganego w walutach obcych jest mniej istotny. Wzrost kosztów obsługi długu odnotowany w walucie krajowej jest kompensowany przychodami z eksportu realizowanymi w walutach obcych. Ryzyko przedterminowego zwrotu długu jest z kolei wynikiem opcji *putable* zawartej w warunkach emisji obligacji, którą stosuje się na ogół w warunkach słabo rozwiniętego rynku wtórnego. Skorzystanie z niej przez obligatariuszy może wiązać się z utratą płynności emitenta lub przerwaniem inwestycji.

### 3. Ryzyko agenta emisji obligacji korporacyjnych

Ogólnie ryzyko niepowodzenia emisji może być neutralizowane poprzez agenta emisji, który w ramach przedmiotu swojej działalności aktywnie wspiera emitenta w procesie emisyjnym, koncentrując swoją działalność nie tylko na rynku pierwotnym, ale i na wtórnym. Aktywnie angażując się w emisję, przej-

muje praktycznie wszystkie rodzaje ryzyka, na które jest narażony emitent. Agentem emisji są na ogół instytucje finansowe, w szczególności zaś banki świadczące usługi bankowości inwestycyjnej w ramach bankowości korporacyjnej. W Polsce organizacją emisji obligacji korporacyjnych zajmują się głównie banki o ugruntowanej pozycji, a do grupy największych organizatorów (agentów) emisji zalicza się BRE Bank, Bank Pekao, ING Bank, PKO BP, Bank Handlowy oraz Nordea Bank Polska<sup>8</sup>.

Mimo że pośrednictwo banków podnosi koszt pozyskania środków przez emitenta, to równocześnie daje emitentowi gwarancję fachowego przygotowania i korzystnego uplasowania emisji na rynku. Tak więc bank posiadający w swej ofercie usługę, którą jest organizacja emisji obligacji korporacyjnych może przyjąć rolę agenta emisji, depozytariusza oraz agenta płatniczego<sup>9</sup> (tab. 1).

Tabela 1

Rola banku-agenta emisji w procesie emisyjnym instrumentów dłużnych

Rola (funkcja)	Świadczone czynności (usługi)
Agent emisji	Doradztwo finansowe, organizacja emisji, underwriting oraz zobowiązanie się do stałego zawierania w imieniu emitenta i na jego rzecz umów sprzedaży na rynku wtórnym
Depozytariusz	Przeprowadzanie rozliczeń z klientami, prowadzenie rejestru nabywców i aktualnych posiadaczy, a także przechowywanie instrumentu (dematerializacja obrotu)
Agent płatniczy	Przyjmowanie środków pieniężnych od nabywców na rachunek emitenta oraz prowadzenie obsługi wykupu

Źródło: Rynek finansowy. Red. I. Pyka. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice 2010, s. 91.

Do jednych z najbardziej typowych usług świadczonych przez agentów emisji zalicza się udzielanie gwarancji, które dotyczą przede wszystkim powodzenia emisji (tzw. *underwriting*), a także odkupu na rynku wtórnym oraz wykupu emisji wraz z należnymi odsetkami.

Za najważniejszy składnik tzw. wartości dodanej *underwritingu* uznaje się posiadanie przez podmiot-instytucję finansową kanałów dystrybucji umożliwiających rozprowadzenie emisji na rynku pierwotnym. Skala ponoszonego w związku z tym ryzyka przez agenta emisji zależy od rodzaju udzielanej gwa-

<sup>8</sup> Coraz częściej organizacją emisji tych instrumentów zajmują się domy maklerskie, co jest związane z rosnącym zainteresowaniem emisjami w trybie oferty publicznej. W 2010 r. były one organizatorami emisji obligacji przedsiębiorstw o wartości ponad 1 mld zł. Rozwój systemu..., op. cit., s. 219.

<sup>9</sup> Banki najczęściej łączą ze sobą te role, proponując tym samym kompleksową obsługę emisji i obrotu wtórnego. W niektórych przypadkach możliwe jest również zawarcie przez emitenta z bankiem umowy o gwarantowanie emisji.

rancji i związanego z tym zaangażowania kapitałowego. W przypadku gwarancji dającej pewność dojścia do skutku emisji, przez którą należy rozumieć nabywanie pakietu papierów wartościowych od emitenta w celu dalszej ich odsprzedaży, wyróżnia się kilka jej odmian<sup>10</sup>.

Do najczęściej stosowanych modeli przejęcia ryzyka emisji zalicza się pełne usługi gwarancyjne (ang. *firm-commitment underwriting*) oraz usługi najwyższej staranności (ang. *best-effort underwriting*). W pierwszym przypadku gwarant dokonuje zakupu od emitenta na własny rachunek wszystkich walorów stanowiących przedmiot umowy gwarancji w celu późniejszej próby ich odsprzedaży. Umowa ta w sposób nieodwołalny przenosi ryzyko niepowodzenia emisji z emitenta na agenta emisji, co oznacza w szczególności przejęcie ryzyka wyboru właściwego rynku (docelowej grupy inwestorów), momentu emisji oraz ryzyko cenowe. Odmianą tego typu umowy jest umowa gotowości (ang. *stand-by underwriting*) objęcia papierów wartościowych, która polega na złożeniu deklaracji objęcia części papierów wartościowych, na którą w ofercie nie zostaną złożone zapisy przez inwestorów.

W przypadku umowy najwyższej staranności (ang. *best effort*), powszechnie stosowanej na polskim rynku, gwarant z kolei zobowiązuje się do dołożenia wszelkich starań, aby emisję udało się rozprowadzić wśród inwestorów, bez jednoczesnego składania zobowiązania do ich nabywania na własny rachunek. Rozwiązanie to oznacza, że ryzyko fiaska emisji ponosi emitent, podczas gdy gwarant wciela się jedynie w rolę aktywnego agenta sprzedaży<sup>11</sup>. W przypadku zredukowanego dopływu środków z emisji gwarant może podjąć się organizacji dla emitenta kredytu inwestycyjnego, poszukując jednocześnie gotowej do objęcia całej emisji grupy inwestorów<sup>12</sup>.

W polskich warunkach gwarantowanie emisji przybiera formę subemisji inwestycyjnej lub usługowej, które mają charakter gwarancji nieodwołalnej<sup>13</sup>. Subemisja inwestycyjna ma charakter gwarancji pasywnej, bez automatycznego

<sup>10</sup> Źródłem zysku dla gwaranta rekompensującego ponoszone ryzyko jest na ogół prowizja za gotowość objęcia papierów wartościowych oraz premia, czyli różnica między ceną zapłaconą bezpośrednio emitentowi a ceną uzyskaną od inwestorów w przypadku realizacji gwarancji.

<sup>11</sup> Wiążą się zazwyczaj z postawieniem emitentowi przez bank linii kredytowej, mającej być alternatywnym sposobem finansowania przy zredukowanym dopływie środków z emisji (rodzaj ubezpieczenia ryzyka kapitałowego przejętego przez emitenta).

<sup>12</sup> Szerzej na temat gwarantowania emisji zob.: R. Walkiewicz: *Underwriting – gwarantowanie emisji akcji*. Difin, Warszawa 2001; B. Kolečka: *Bankowość inwestycyjna w procesie integracji Polski z Unią Europejską oraz systemem gospodarki globalnej*. Twigger, Warszawa 2003, s. 32.

<sup>13</sup> Ustawa z 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Dz.U. 2005 r., nr 184, poz. 1539 z późn. zm., art. 14 i 15.

udziału gwaranta w plasowaniu papierów wartościowych. Rola gwaranta w całym procesie jest znikoma – ma on niewielki wpływ na czas trwania procedury. Submisja inwestycyjna polega na zobowiązaniu się przez subemitenta do objęcia papierów wartościowych, na które nie złożono zapisów w terminie ich przyjmowania. Jest więc przykładem umowy gwarancyjnej typu *stand-by underwriting*. Mimo to gwarant zazwyczaj uczestniczy w konsorcjum dystrybucyjnym. Nawet w przypadku, gdy podmiot posiada znaczący portfel dobrych inwestorów, to występuje jako oferujący i menedżer konsorcjum gwarantów; nie istnieją realne metody skrócenia czasu na pozyskanie środków przez emitenta.

Subemisja usługowa ma z kolei charakter gwarancji aktywnej z automatycznym udziałem gwaranta w plasowaniu oferty. W praktyce pozwala na usprawnienie procedury emisji oraz zbliżenie jej do standardów jakościowych i czasowych panujących na rozwiniętych rynkach finansowych. Polega na objęciu przez subemitenta całości lub części emitowanych walorów w celu ich dalszej odsprzedaży, z tym że transakcja ta będzie się odbywać w ramach rynku pierwotnego, a nie wtórnego.

Gwarancja odkupu zobowiązuje natomiast instytucję finansową do podtrzymywania płynności na rynku wtórnym papierów wartościowych. Sprowadza się to do pełnienia roli animatora rynku (ang. *market maker*) zgłaszającego wolę zawierania transakcji, wyrażającej się w ciągłym podawaniu kursu kupna (*bid*) i sprzedaży (*offer*)<sup>14</sup>. O ile zatem agent emisji na rynku pierwotnym pośredniczy między emitentem i inwestorem, o tyle na rynku wtórnym odgrywa rolę dealera. Bank-agent emisji staje się zatem stroną transakcji. Dbając o stabilizację odpowiedniego poziomu ceny (kursu) i płynności obligacji, czerpie dochód z uzyskiwanej marży.

Gwarancja wykupu polega z kolei na zobowiązaniu się banku-agenta emisji do wykupu długu wraz z należnymi odsetkami w sytuacji, gdy emitent obligacji korporacyjnych nie jest w stanie samodzielnie ich wykupić w terminie zapadalności. Gwarancja wykupu oznacza przede wszystkim transfer ryzyka kredytowego z inwestorów na bank udzielający takiej gwarancji. Chroni jednak ona także samego agenta emisji przed ryzykiem utraty reputacji wśród inwestorów, co może występować w przypadku niewykupienia obligacji aktywnie rozprawdzanych przez niego na rynku pierwotnym.

---

<sup>14</sup> Rynek, na którym cena walorów jest podawana przez dealerów kwotujących stawkę bid i offer określa się mianem rynku kierowanego cenami. Natomiast w przypadku, gdy cena walorów jest efektem składanych przez inwestorów zleceń kupna i sprzedaży mogących stale wpływać na jej poziom, wówczas rynek taki określa się jako rynek kierowany zleceniami.

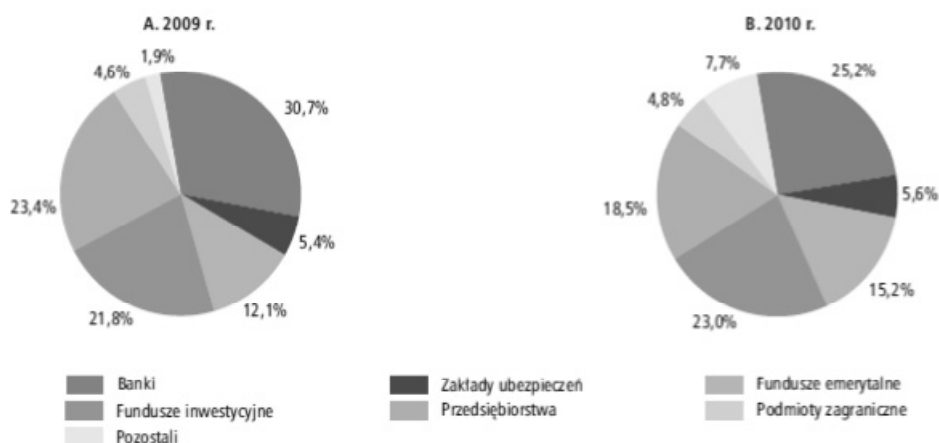


#### 4. Ryzyko inwestora na rynku obligacji korporacyjnych

Najbardziej eksponowanymi na ryzyko wynikające z zakupu i posiadania obligacji korporacyjnych podmiotami na rynku długu są inwestorzy. Ważną, a nieraz dominującą grupę inwestorów (tak jak jest w przypadku Polski) stanowią instytucje finansowe, do których zalicza się fundusze inwestycyjne, emerytalne, zakłady ubezpieczeniowe, a także banki (wykres 1). Za niepewność towarzyszącą tego typu inwestycjom wynagradzani są oprocentowaniem wyższym w porównaniu z tzw. bezpiecznymi aktywami o premię za ryzyko<sup>15</sup>. Kluczowe pytanie, które rodzi się w związku z tym dotyczy zatem tego, czy poziom tego oprocentowania wynagradza w stopniu satysfakcjonującym ponoszone ryzyko.

Wykres 1

Struktura inwestorów na rynku obligacji przedsiębiorstw w Polsce wprowadzonych do obrotu na rynku OTC w latach 2009-2010



Źródło: Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2010 r. NBP, Warszawa 2012, s. 220.

Instytucje finansowe decydujące się ulokować posiadane środki w zakup obligacji mogą zasadniczo zastosować dwie podstawowe strategie, a mianowicie:

- zakup obligacji na rynku pierwotnym lub wtórnym celem ich utrzymania do terminu wykupu. Jest to tzw. strategia *kup i trzymaj*, która z jednej strony pozwala do pewnego stopnia ograniczyć ryzyko cenowe, z drugiej zaś wiąże się bezpośrednio z ryzykiem kredytowym;

<sup>15</sup> Przykładowo wbudowana opcja przedterminowego wykupu obligacji typu *callable* powinna się wiązać z wyższą premią dla inwestora, ponieważ stanowi korzyść emitenta.

- zakup obligacji na rynku pierwotnym lub wtórnym, licząc na ich odsprzedaż po wyższej cenie. Działanie takie ma charakter spekulacyjny, bowiem jest oparte na przekonaniu o spadku stopy procentowej, co wiąże się ze wzrostem ceny<sup>16</sup>.

Spośród wielu rodzajów ryzyka, na jakie jest narażony każdy obligatariusz w związku z obligacjami korporacyjnymi uwaga zostanie skoncentrowana na ryzyku kredytowym oraz płynności<sup>17</sup>. Pierwsze z wymienionych jest najistotniejszym rodzajem ryzyka i występuje wówczas, gdy emitent obligacji nie jest w stanie obsłużyć długu zaciągniętego poprzez ich emisję (tzn. na czas dotrzymać płatności odsetkowych lub też w ogóle nie wywiązuje się ze swych zobowiązań)<sup>18</sup>. Wynika ono z powszechnie występującej w sposób nieunikniony na rynku asymetrii informacji, która sprawia, że inwestorzy (w tym instytucje finansowe) są narażeni na nadużycia popełniane przez emitentów. Biorcy kapitału dysponują bowiem przewagą zarówno w postaci ukrytej informacji, jak i ukrytego działania<sup>19</sup>.

Uprzywilejowana pozycja emitentów obligacji korporacyjnych wobec inwestorów rodzi szczególny rodzaj ryzyka, jakim jest pokusa nadużycia (ang. *moral hazard*). Może ono polegać na wykorzystaniu przez emitentów niewiedzy, braku doświadczenia, nadmiernego zaufania, naiwności czy też dobrej woli inwestorów. To z kolei może generować inne negatywne zjawisko w postaci nega-

---

<sup>16</sup> Spadku stóp procentowych można się spodziewać podczas spowolnienia gospodarczego, gdy polityka pieniężna zwykle podlega luzowaniu. Przy spekulowaniu na zmianach stóp procentowych należy brać pod uwagę takie właściwości obligacji, jak wypukłość (*convexity*), przez którą najogólniej należy rozumieć wrażliwość ceny obligacji na skutek zmiany stóp procentowych. Wiedza o wypukłości obligacji pozwala lepiej zarządzać ryzykiem stopy procentowej, a tym samym prowadzić bardziej świadomą spekulację.

<sup>17</sup> Pozostałe rodzaje występującego ryzyka to np. ryzyko stopy procentowej, ryzyko reinwestycji, przedterminowego wykupu, inflacji, walutowe itd.

<sup>18</sup> Należy jednak zaznaczyć, że obligatariusz w porównaniu z akcjonariuszem znajduje się w nieco lepszej pozycji, ponieważ w przypadku całkowitego wstrzymania obsługi obligacji wskutek upadłości, roszczenie wierzycieli jest zaspokajane przed właścicielami kapitału.

<sup>19</sup> Przez przewagę wynikającą z ukrytej informacji należy rozumieć zatajanie przed potencjalnymi kapitałodawcami informacji o możliwych zagrożeniach związanych z określonym przedsięwzięciem, na sfinansowanie którego są pozyskiwane środki. Można wręcz zaryzykować porównanie, że zabiegi podejmowane przez podmioty deficytowe, mające na celu wzbudzenie zaufania wśród podmiotów nadwyżkowych, przypominają swoisty konkurs piękności (ang. *beauty contest*), w trakcie którego uwypukla się tylko dobre strony przedsięwzięcia, pomijając w miarę możliwości wszelkie informacje mogące wzbudzić niepokój wśród dawców kapitału. Można więc czasem spotkać się wręcz z podejściem, że jeśli kapitałodawcy sami nie dostrzegają potencjalnych zagrożeń, to się je przemilcza. Drugi rodzaj przewagi jest z kolei związany z wykorzystaniem kapitałów pożyczkowych przez ich biorców niezgodnie z pierwotnie deklarowanym przeznaczeniem. Zmiana celu przedsięwzięcia inwestycyjnego jest groźna dla kapitałodawców, ponieważ może wiązać się z nasileniem lub pojawieniem się nowego ryzyka.

tywnej selekcji (ang. *adverse selection*)<sup>20</sup>. Wpisana w charakter działania instytucji finansowych „urzędowa” nieufność wobec kapitałobiorców pozwala neutralizować opisane zagrożenia, choć nie zawsze się to udaje<sup>21</sup>.

Straty, jakie w związku z opisanymi rodzajami ryzyka mogą ponieść inwestorzy, a zwłaszcza instytucje finansowe mogą wpływać negatywnie na alokację kapitału w skali całej gospodarki w związku z wywołaną u nich reakcją obronną. Przyjmuje ona na ogół postać znacznego spadku zaufania i usztywnienia postawy dawców kapitału, a w skrajnym przypadku wycofania się z transakcji. Prowadzi to do niepożądanych z punktu widzenia rozwoju gospodarki zachowań inwestorów w postaci znacznego ograniczenia dopływu kapitału, wzrostu jego ceny (stopy procentowej) lub całkowitego spadku podaży funduszy pożyczkowych. Znajdzie to swój wyraz w wyhamowaniu tempa jej rozwoju wskutek wstrzymania wielu przedsięwzięć o charakterze rozwojowym.

Źródłem ryzyka kredytowego mogą być czynniki zarówno egzo-, jak i endogeniczne. Pierwsza grupa czynników jest związana bezpośrednio z niestabilną sytuacją ekonomiczno-finansową emitenta, która stwarza realne zagrożenie zwrotu zaciągniętego zobowiązania. Czynniki endogeniczne mogą z kolei, zwłaszcza w warunkach niestabilnej sytuacji makroekonomicznej, potęgować poziom ryzyka kredytowego wywołanego przez emitenta lub też mogą stanowić pierwotne ich źródło. Należy zatem brać pod uwagę cykl koniunkturalny i to, jak na jego fazy reaguje wynik z działalności operacyjnej emitenta.

Ogólnie przyjmuje się, że ryzyko kredytowe ponoszone przez obligatariusza jest trudne do oszacowania, zwłaszcza w przypadku rynku znajdującego się we wstępnej fazie rozwoju. Niemniej jego poziom zależy od dwóch podstawowych czynników:

- prawdopodobieństwa niewypłacalności emitenta, przy czym jako niewypłacalność traktuje się nie tylko niewykupienie wartości nominalnej, ale również opóźnienie w wypłacie odsetek,

---

<sup>20</sup> Jej istota sprowadza się do tego, że asymetria informacyjna prowadzi do zawodności rynku, w konsekwencji czego lepiej poinformowani uczestnicy rynku, oferujący instrumenty najniższej jakości, cechujące się jednak atrakcyjnym oprocentowaniem, przyciągają większą liczbę nieświadomych zagrożenia inwestorów, wypierając tym samym z rynku rzetelnych emitentów proponujących bezpieczniejsze walory o niższej rentowności.

<sup>21</sup> Za przykład na rynku polskim mogą posłużyć trzy fundusze z rodziny Idea TFI. Po ogłoszeniu upadłości likwidacyjnej DSS, która wykluczała możliwość restrukturyzacji zadłużenia firmy, fundusze musiały przeszacować wartość posiadanych obligacji DSS do zera. Innym przykładem są portfele dwóch funduszy zamkniętych Opera Terra FIZ oraz Opera Za 3 Grosze FIZ. Znalazły się w nich obligacje spółki Hirny BD, która ich nie wykupiła w terminie.

- stopy odzysku, czyli części wierzytelności, które uda się odzyskać w przypadku wstrzymania obsługi długu.

Do oceny ryzyka kredytowego, zwłaszcza w warunkach rosnącej liczby emitentów, mogą być pomocne oceny agencji ratingowych<sup>22</sup>. Niedostateczna ich liczba lub całkowity brak może budzić nieufność inwestorów wobec obligacji korporacyjnych<sup>23</sup>.

W przypadku wstrzymania obsługi długu obligacyjnego wskutek upadku emitenta obligatariuszowi pozostaje liczyć jedynie na wysoką stopę odzysku, która z reguły zależy od posiadanego zabezpieczenia i pozycji obligacji w hierarchii struktury kapitału emitenta<sup>24</sup>. Agencje ratingowe, opierając się na danych historycznych, prowadzą obszerne statystyki w zakresie prawdopodobieństw niewypłacalności i stóp odzysku. Zaletą używania tych danych jest jednorodna metodyka stosowana przez agencje przez wiele lat, dzięki czemu można z dużą pewnością używać ich do prognozowania przyszłej, oczekiwanej straty dla spółek o danym ratingu. Sytuacja komplikuje się nieco w przypadku spółek nieposiadających ratingów. Stosuje się wówczas albo dane historyczne dla spółek porównywalnych (o ile są takie dane dostępne, a próba odpowiednio duża), albo należy postarać się o nadanie syntetycznego ratingu (ewentualnie zakwalifikować spółkę do pewnej grupy ratingów), odnosząc go następnie do odpowiednich danych historycznych. Dane udostępniane przez agencje ratingowe (np. Moody's) ukazują skumulowane prawdopodobieństwa niewypłacalności emitentów obligacji o wybranych ratingach w okresie od 1 do 5 lat dla spółek (tab. 2) oraz średnie stopy odzysku dla obligacji umieszczonych w różnych pozycjach w hierarchii struktury długu w przedsiębiorstwie (tab. 3)<sup>25</sup>.

<sup>22</sup> Szerzej na temat agencji ratingowych zob. J. Cichy: Rola oceny ratingowej w decyzjach finansowych polskich przedsiębiorstw. W: Rynki finansowe w rozwoju podmiotów gospodarczych. Red. B. Filipiak, B. Mikołajczyk. Difin, Warszawa 2009, s. 15-24.

<sup>23</sup> Zob. L. Pawłowicz: Rynek obligacji potrzebuje wiarygodnych ocen emitentów, <http://www.obserwatorfinansowy.pl> [dostęp: 15 października 2012 r.].

<sup>24</sup> Szerzej na temat postępowania obligatariusza w przypadku upadku emitenta w Polsce zob. np. Sytuacja obligatariusza w razie upadłości emitenta, <http://www.corporatebonds.pl> [dostęp: 15 października 2012 r.]; M. Sękowski: Postępowania w razie niewypłacalności emitenta, <http://www.corporatebonds.pl> [dostęp: 20 października 2012 r.].

<sup>25</sup> Warto zauważyć, że stopy odzysku są szacowane nie na podstawie realnie odzyskanych środków, tylko na podstawie cen obligacji zaobserwowanych 30 dni po niewypłacalności. Przyjmuje się tym samym, że na względnie płynnym i efektywnym rynku, ceny te wiernie odzwierciedlają zdyskontowane, przyszłe przepływy z tytułu odzyskanej wierzytelności.

Tabela 2

Przykładowe skumulowane prawdopodobieństwa niewypłacalności dla wybranych ratingów, na podstawie danych z lat 1983-2010 agencji Moody's (dane w %)

Rating	Rok				
	1	2	3	4	5
Aaa	0,000	0,016	0,016	0,048	0,086
A1	0,061	0,0217	0,461	0,672	0,855
Ba1	0,709	1,986	3,721	5,546	7,226
B3	7,584	16,097	24,299	31,262	37,199
Ca-C	38,739	50,58	59,678	66,353	71,652
inwestycyjny	0,095	0,274	0,508	0,769	1,054
spekulacyjny	4,944	10,195	15,233	19,671	23,477
Średnia	1,819	3,717	5,485	6,988	8,241

Źródło: Corporate Default and Recovery Rates, 1920-2010. Moody's Investors Service, 28 February 2011, s. 34.

Tabela 3

Przykładowe średnie stopy odzysku z niewypłacalnych obligacji korporacyjnych, emitowanych przez spółki posiadające rating Moody's (dane w %)

Transza obligacji	Lata		
	2009	2010	1987-2010
zabezpieczona	65,6	56,3	63,5
niezabezpieczona	51,6	26,5	49,2
podporządkowana	28	21,7	29,4

Źródło: Ibid., s. 7.

Miarą ryzyka kredytowego związanego z obligacjami korporacyjnymi jest zatem iloczyn prawdopodobieństwa niewypłacalności i części nieodzyskanej, czyli straty poniesionej przez obligatariusza w przypadku zajścia zdarzenia niewypłacalności – tzw. oczekiwana strata. Oczekiwaną stratę można następnie porównać z premią za ryzyko uzyskaną z inwestycji w obligacje komercyjne, czyli dodatkowym oprocentowaniem powyżej tzw. stopy wolnej od ryzyka.

Inny rodzaj ryzyka, na które jest narażony obligatariusz wiąże się z niską – w porównaniu z rynkiem akcji – płynnością rynku wtórnego lub jego całkowitym brakiem. Należy podkreślić, że nie każdy emitent deklaruje wprowadzenie obligacji do obrotu wtórnego, co znacznie utrudnia ich odsprzedaż papierów (wówczas powinna być zastosowana opcja *putable*). Płynny rynek pozwala z kolei na nieskrępowaną zamianę instrumentu finansowego na środki pieniężne (i na odwrót) oraz na wycenę rynkową kapitału. Należy jednak zaznaczyć, że cecha płynności rynku wtórnego obligacji nie realizuje funkcji cenotwórczej w takim

zakresie jak na rynku akcji (zmiany cen obligacji są zdeterminowane przede wszystkim zmianami rynkowych stop procentowych). Płynność ma natomiast umożliwiać wcześniejsze zakończenie inwestycji i uwolnienie środków. Można także zetknąć się z opinią, że pojęcie płynności rynku obligacji nie dotyczy obrotu wtórnego. Zgodnie z tym poglądem rynek obligacji jest płynny wówczas, gdy nie występują na nim większe problemy z uplasowaniem nowych emisji, czyli rynek płynny to rynek chłonny. Takie stanowisko uwypukla zatem typowo długoterminowy charakter transakcji zawartej na rynku pierwotnym (strategia *kup i trzymaj*), którą realizuje większość funduszy inwestycyjnych i emerytalnych.

Niewielka skala obrotów na rynku wtórnym obligacji zdaje się potwierdzać nastawienie inwestorów do tego typu inwestycji, którzy kupując nowo emitowane obligacje traktują je jako długoterminową inwestycję, lokując w niej realnie posiadane środki. Ryzyko wynikające z płynności rynku wtórnego ujawnia się zatem w przypadku tych inwestorów, którzy zakup obligacji sfinansowali z chwilowych nadwyżek płynności lub w przypadku zaistnienia nagłej potrzeby uwolnienia „zamrożonych” w obligacjach środków pieniężnych. Może to być związane – w przypadku funduszy inwestycyjnych – z raptownym wycofaniem środków przez osoby fizyczne wywołane wyraźnym spadkiem zaufania do instytucji finansowych lub paniką na rynku, a w przypadku ubezpieczycieli potrzebą wypłaty znacznych odszkodowań w związku z wystąpieniem klęski żywiołowej.

Nasuwa się jednak pytanie o pierwotną przyczynę niskiej płynności rynku wtórnego obligacji. Trudno bowiem oprzeć się wrażeniu, że stosowanie strategii *kup i trzymaj* nie koniecznie jest przyczyną niewielkich obrotów na rynku wtórnym. Stosowanie tej strategii może być bowiem jedynym rozsądnym rozwiązaniem w warunkach niskiej płynności rynku, która cechuje rynek obligacji w ogóle.

Z uwagi na niewielką aktywność większości obligatariuszy na rynku wtórnym, płynność na nim powinna być kreowana przez agentów emisji, którzy pełniąc rolę *market maker*<sup>26</sup> animują obrót poprzez ciągłe zgłaszanie ofert kupna lub/i sprzedaży, co wyraża ich gotowość do zawarcia transakcji. Obecność *market maker*ów sprawia zatem, że rynek wtórny obligacji, znajdujący się przez dłuższy czas w fazie uśpienia, aktywizuje się, gdy tylko zaistnieje potrzeba zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży. Ważne jest jednak w tym kontekście to, aby kwotowania udostępniane przez agentów emisji podejmujących się roli *market maker*ów odzwierciedlały rynkowy poziom stóp procentowych.

---

<sup>26</sup> W opinii części emitentów najlepszymi *market maker*ami są inwestorzy indywidualni. Ich zdaniem poprawa płynności rynku wtórnego może zostać osiągnięta wówczas, gdy większą część emisji adresuje się właśnie do tej grupy inwestorów.

## Podsumowanie

Institucje finansowe są jednym z kluczowych uczestników rynku instrumentów dłużnych, w tym obligacji korporacyjnych. W zależności od charakteru, w jakim występują zawierając transakcje na rynku instrumentów dłużnych (inwestorzy lub agenci emisji) są narażeni na różne rodzaje ryzyka, co wiąże się z koniecznością stosowania różnych metod zarządzania nim. Źródłem tego ryzyka są zarówno czynniki bezpośrednio związane z emitentem obligacji korporacyjnych, jak również te, na które nie ma on bezpośredniego wpływu, a które w istotny sposób kształtują jego kondycję finansową.

Ponoszone przez instytucje finansowe ryzyko związane z rynkiem obligacji korporacyjnych przekłada się bezpośrednio na jego wiarygodność. Kwestia wiarygodności tego rynku dla inwestorów wydaje się być szczególnie ważna w kontekście jego dalszego „pokryzysowego” rozwoju, zwłaszcza w przypadku młodych rynków. Jest ona szczególnie cenna w warunkach przedłużającego się kryzysu zaufania na rynkach finansowych oraz utraty reputacji przez wiele instytucji zaliczanych do niedawna do grona instytucji zaufania publicznego, agencji ratingowych i firm audytorskich.

Wiarygodność rynku obligacji jest przede wszystkim istotna z uwagi na przypisywaną temu rynkowi rolę stabilizatora. Wynika to stąd, że rynek obligacji korporacyjnych, mimo że wiąże się z nim ryzyko, jest bezpieczniejszy (z punktu widzenia inwestora) w porównaniu z rynkiem akcji lub instrumentów pochodnych, jak i (z punktu widzenia emitenta) z rynkiem kredytowym, bowiem zadłużenie z tytułu emisji obligacji nie wiąże się zazwyczaj z kowenantami. Stabilizująca funkcja rynku obligacji korporacyjnych będzie jednak trudna do spełnienia bez oceny wiarygodności emitentów dokonywanej przez niezależne agencje ratingowe.

## CORPORATE BONDS ISSUE AND THE RISK OF MARKET PARTICIPANTS

### Summary

Corporate bonds issues are connected with all the market participants risk. The nature, severity and consequences of the risk are different for issuers, investors and the issuing agent. Particularly the risk taken by financial institutions which on corporate bonds market act as the organizer of the issue or the investor should be considered.

Market risk connected with corporate bonds incurred by financial institutions translates directly to his credibility. This problem is particularly relevant in the context of the further "post-crisis" development, especially for young markets.

The purpose of this article is to present the main risks incurred by transaction participants in the corporate bond market, in particular financial institutions.