Rafał Wilczyński*

ROZWÓJ RYNKU OBLIGACJI KORPORACYJNYCH W POLSCE

1. WPROWADZENIE

Przedsiębiorstwa od zawsze potrzebują kapitału niezbędnego zarówno do prowadzenia bieżącej działalności, jak i zapewniającego im realizację przyjętej strategii rozwoju. Nie zawsze ilość kapitału zapewniona przez właścicieli okazuje się wystarczająca i zarządzający przedsiębiorstwem są zobligowani do poszukiwania źródeł zewnętrznych w celu jego pozyskania. Emisja obligacji korporacyjnych od wielu lat stanowi źródło finansowania polskich przedsiębiorstw, stanowiąc ciekawą alternatywę dla różnych form pozyskania kapitału.

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie aktualnej sytuacji na rynku obligacji korporacyjnych w Polsce, a także wskazanie determinantów i kierunków jego rozwoju w świetle zarówno aktualnej sytuacji makroekonomicznej, jak i dostępności innych form finansowania działalności przedsiębiorstw.

2. OBLIGACJE KORPORACYJNE JAKO ŹRÓDŁO FINANSOWANIA DZIAŁALNOŚCI PRZEDSIĘBIORSTW

Obligacje korporacyjne stanowią alternatywę dla innych form pozyskania kapitału przez przedsiębiorstwa. Zagadnienie obligacji znajduje swoje uregulowanie na gruncie prawa polskiego. Podstawowym aktem prawnym jest Ustawa o obligacjach.¹ Definiuje ona obligacje jako (...) *papier wartościowy emitowany w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji (ob-*

* Mgr ekonomii, doktorant na Uniwersytecie Ekonomicznym w Poznaniu.

¹ Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach, DzU 2001, nr 120, poz. 1300 z późn. zm.

ligatariusza) i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia².

Jako forma finansowania dłużnego obligacje korporacyjne traktowane są najczęściej jako alternatywa kredytu bankowego, stanowiące przede wszystkim doskonałe źródło dywersyfikacji finansowania działalności przedsiębiorstw, w szczególności jeśli chodzi o wydłużenie okresu zapadalności długu. Dodatkowo obligacje mogą okazać się jedyną dostępną formą finansowania dłużnego w przypadku braku możliwości pozyskania finansowania w formie kredytu z uwagi na branżę, kondycję finansową czy też wymogi banków odnośnie zabezpieczeń.

Tabela 1

Porównanie obligacji i kredytu bankowego

Kryterium	Obligacje	Kredyt bankowy
1	2	3
Podstawa prawna	Zastosowanie ma ustawa o obligacjach i Kodeks spółek handlowych. Dodatkowo w przypadku upublicznienia emisji ustawy o ofercie publicznej, ustawa o obrocie instrumentami finansowymi oraz rozporządzenie Ministra Finansów w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych.	Obowiązują przepisy ustawy Prawo bankowe oraz Kodeksu spółek handlowych i ustawy o swobodzie działalności gospodarczej.
Ograniczenia formalne pozyskania środków związane z formą prawną kredytobiorcy/emitenta	Emitentem obligacji może być spółka akcyjna, spółka komandytowo-akcyjna oraz spółka z ograniczoną odpowiedzialnością, zgodnie z Kodeksem spółek handlowych uchwałę o emisji podejmuje walne zgromadzenie akcjonariuszy, w spółce komandytowo-akcyjnej zgodę wyrazić muszą wszyscy komplementariusze.	Brak ograniczeń, w szczególności związanych z formą prawną prowadzenia działalności, obowiązują reguły zaciągania zobowiązań przez organy spółek.
Źródło pochodzenia kapitału	Większa liczba obligatariuszy, co eliminuje ryzyko limitu koncentracji jednej instytucji na dany podmiot i zwiększa szansę pozyskania finansowania w wyższej wysokości.	Jedna instytucja (lub kilka w przypadku kredytów konsorcjalnych).
Sposób kalkulacji oprocentowania/kosztu finansowania	Oprocentowanie zmienne WIBOR + marża lub stałe, istnieje możliwość emisji obligacji zerokuponowych, obejmowanych z dyskontem, wykupywanych przez emitenta po cenie emisyjnej. Oprocentowanie proponowane przez emitenta i akceptowane przez rynek.	Oprocentowanie zmienne w oparciu o stawkę WIBOR i marżę, rzadziej stałe, ustalane przez bank, uzależnione od oceny ryzyka kredytobiorcy i rodzaju produktu, akceptowane przez kredytobiorcę.

² *Ibidem*, art. 4.

Tabela 1 (cd.)

1	2	3
Dodatkowe koszty	Wszystkie dodatkowe koszty związane z emisją: wynagrodzenie podmiotu pośredniczącego, wynagrodzenie doradców, koszty związane z ustanowieniem zabezpieczeń, koszty ewentualnego upublicznienia emisji, ponoszone bezpośrednio przez emitenta.	Ponoszone przez kredytobiorcę w formie prowizji ustalonych przez bank, dodatkowo koszty związane z ustanowieniem zabezpieczeń ponoszone bezpośrednio przez kredytobiorcę.
Zabezpieczenia	Zabezpieczenia formalnie nie wymagane, chociaż często stosowane w celu obniżenia ryzyka obligatariuszy i zmniejszenia kosztów związanych z pozyskaniem kapitału.	Zabezpieczenia bezwzględnie wymagane przez bank, akceptowane przez kredytobiorcę. Rodzaj i struktura zabezpieczeń uzależniona od rodzaju kredytu i oceny sytuacji finansowej kredytobiorcy.
Harmonogram spłaty odsetek	Większa elastyczność w definiowaniu okresów spłaty odsetek, najczęściej w okresach trzy- lub sześciomiesięcznych.	Odsetki najczęściej spłacane w cyklach miesięcznych.
Harmonogram spłaty kapitału/wykupu obligacji	Wykup obligacji jednorazowy w ustalonym dniu wykupu. Możliwość emisji obligacji w transzach o różnym terminie wykupu.	Uzależniony od rodzaju finansowania. W przypadku kredytu inwestycyjnego – najczęściej harmonogram ratalny. W przypadku kredytu obrotowego – raty lub spłata całości na koniec okresu. W przypadku kredytu w rachunku bieżącym – automatyczna spłata po wpływie środków na rachunek bankowy.
Przekazywanie informacji na temat sytuacji kredytobiorcy/emitenta	Sformalizowany sposób i termin przekazywania informacji, określony ustawą oraz/lub regulaminem rynku w przypadku dopuszczenia instrumentów finansowych do obrotu. W tym drugim istotne są zasady przekazywania do publicznej informacji istotnych informacji na temat prowadzonej działalności emitenta.	Brak formalizacji, bank związany tajemnicą bankową może poprosić o każdy rodzaj informacji w każdym momencie.
Czas procedowania	Uzależniony w dużym stopniu od harmonogramu przyjętego przez emitenta, czas ten uzależniony od decyzji emitenta o sposobie emisji (publiczna lub prywatna) oraz od decyzji o wprowadzeniu instrumentów do publicznego obrotu.	Nie zdefiniowany formalnie, uzależniony w dużym stopniu od sprawności funkcjonowania banku i wewnętrznych procedur, teoretycznie krótszy ale zdarzają się przypadki długiego procedowania bardziej skomplikowanych zagadnień.
Ocena sytuacji finansowej kredytobiorcy/emitenta	Dokonywana przez obligatariuszy, dużym atutem jest dokonanie oceny przez zewnętrzną agencję ratingową.	Dokonywana przez bank.
Egzekwowanie roszczeń – bankowy tytuł egzekucyjny	Brak możliwości zastosowania takiego instrumentu.	Instrument stosowany przez bank uprawniający do uproszczonej procedury windykacji.
Możliwość wcześniejszego wypowiedzenia umowy	Znacznie węższy katalog sytuacji upoważniających obligatariusza do żądania wcześniejszego wykupu.	Umowa kredytowa definiuje szereg sytuacji upoważniających bank do wcześniejszego żądania spłaty kredytu.

Źródło: opracowanie własne.

Kluczowym czynnikiem dla potraktowania obligacji jako alternatywy kredytu bankowego może okazać się dość duży zakres swobody w zakresie ustalania w warunkach emisji klauzul zobowiązujących w sposób mniej restrykcyjny od tych zawartych w umowach kredytowych. Dużym atutem jest możliwość pozyskania środków bez konieczności przedstawiania materialnych/rzeczowych zabezpieczeń, tylko w oparciu o ryzyko korporacyjne przedsiębiorcy. Warto również w przypadku obligacji zwrócić uwagę na możliwość definiowania celów emisji w sposób zapewniający elastyczność wykorzystania środków.

Z punktu widzenia przedsiębiorcy zarówno kredyt bankowy jak i obligacja stanowią formę długu. Inna jest tylko formuła prawna tych instrumentów. Z oceny dokonanego porównania wynika, że trudno się jednoznacznie wypowiedzieć co do tego, co jest lepsze. I kredyt i obligacja mają swoje zalety i mogą stanowić przewagę biorąc pod uwagę wybrane kryteria. Każde z nich wymaga określonego procedowania, każde wiąże się z ponoszeniem dodatkowych kosztów, każde wymaga określonej ilości czasu dla jego pozyskania.

Obligacje mogą w niektórych przypadkach stanowić alternatywę do pozyskania kapitału w formie emisji akcji na rynku publicznym. Ma to najczęściej miejsce w sytuacji, kiedy przedsiębiorstwo jest na początkowym etapie rozwoju i stanowi jeszcze zbyt niską wartość dla skutecznego przeprowadzenia emisji akcji na satysfakcjonującym dla emitenta poziomie. Zasadniczo można przeprowadzić ten proces na dwa sposoby:

a) poprzez emisję obligacji na rynku publicznym i w dalszym etapie emisję akcji, w ramach której część środków może być przeznaczona na redukcję zadłużenia,

b) emisję obligacji zamiennych.

W pierwszym przypadku mamy do czynienia z sytuacją, gdzie przedsiębiorstwo w naturalny sposób dostosowuje strukturę finansowania zarówno do czynników wewnętrznych, dotyczących jego kondycji finansowej i potencjału wzrostu i potencjału rynkowego, jak i czynników zewnętrznych dotyczących możliwości pozyskania różnych form kapitału. Zaistnienie na rynku publicznym poprzez emisję obligacji daje przedsiębiorstwu możliwość poznania zasad i reguł komunikacji z uczestnikami tego rynku a także pozwala na kreowanie swojego wizerunku i budowanie swojej wiarygodności w oczach potencjalnych inwestorów.

Drugi sposób, czyli emisja obligacji zamiennych, ma zastosowanie w przypadku przedsiębiorstw, które debiut na rynku akcji mają już za sobą i dla których możliwe jest określenie bieżącej wyceny poprzez notowanie na rynku głównym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie lub też na rynku New Connect. Z formalnego punktu widzenia obligacje zamienne to obligacje dające obligatariuszowi prawo, lub nakładające na niego obowiązek zamiany obligacji na akcje emitenta obligacji z zachowaniem określonego współczynnika konwer-

sji³. Z punktu widzenia ich posiadacza stanowią więc swoisty łącznik pomiędzy statusem wierzyciela i akcjonariusza spółki⁴.

Emisja obligacji zamiennych zmniejsza tzw. stopień „rozwodnienia” (*dilution*) zysku przypadającego na akcję. W wyniku konwersji obligacji na akcje dochodzi do powiększenia kapitału i zwiększenia liczby akcji. Jednakże zjawisko zwiększenia liczby głosów na walnym zgromadzeniu oraz „rozwodnienia” zysku na akcję jest odsunięte w czasie do momentu, w którym zaczyna się proces zamiany obligacji na akcje. Z reguły okres ten trwa od 2 do 3 lat. Oznacza to, że emitent uzyskuje kapitał ze znacznym wyprzedzeniem w stosunku do niekorzystnych zjawisk, którymi są: wzrost liczby głosów i spadek wskaźnika zysku w stosunku do ceny rynkowej akcji⁵. Obligacje zamienne to atrakcyjna alternatywa. Warto je stosować do finansowania firmy wtedy, gdy jej aktywa netto będą miały szansę na silny wzrost wartości w założonym terminie wykupu⁶.

3. DETERMINANTY ROZWOJU RYNKU OBLIGACJI KORPORACYJNYCH W POLSCE

Niewątpliwie jednym z najważniejszych warunków dla rozwoju rynku obligacji jest sprzyjające otoczenie prawne, dające formalną możliwość emisji tego typu instrumentów finansowych. Podstawowym aktem prawnym jest ustawa o obligacjach, dość liberalna jeśli chodzi o wymogi podmiotowe dotyczące emitentów obligacji⁷. Dodatkowo istnieją właściwe uregulowania prawne związane z emisją obligacji na rynku publicznym.

Bardzo istotną rolę jeśli chodzi o rozwój rynku obligacji korporacyjnych, stanowią uwarunkowania o charakterze makroekonomicznym. W okresach spowolnienia gospodarczego podmioty szukające finansowania na publicznym rynku kapitałowym prezentują mniejszy potencjał wzrostu, generując mniejsze zainteresowanie potencjalnych nabywców na rynku akcji, dlatego też szukają alternatywy na rynku obligacji, gdzie nabywcy bardziej zainteresowani są stabilnością przepływów finansowych emitenta niż potencjałem wzrostu jego wartości w przyszłości. Istotne znaczenie dla rozwoju rynku obligacji korporacyjnych ma rynkowy poziom stóp procentowych. Obniżka stóp procentowych powoduje, że fundusze obligacyjne bardziej skłonne są szukać alternatywy do obligacji emitowanych przez Skarb Państwa, a inwestycje na rynku obligacji stają się cieka-

³ K. J a j u g a, *Obligacje i akcje*, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2009, s. 38.

⁴ S. T h i e l, *Rynek kapitałowy i terminowy*, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2010, s. 31.

⁵ W. D e ł b s k i, *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, PWN, Warszawa 2010, s. 238.

⁶ M. G r u d z i ń s k i, *Kiedy emitować obligacje zamienne*, CEO, czerwiec 2008.

⁷ Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach..., *op. cit.*, art. 2.

wym rozwiązaniem dla inwestorów indywidualnych, szukających wyższego zarobku niż coraz niżej oprocentowana lokata bankowa.

W 2011 r. na polskim rynku finansowym można było zauważyć wzrastającą liczbę funduszy inwestycyjnych specjalizujących się w inwestowaniu w papiery dłużne przedsiębiorstw, co przekładało się na rosnący udział tej grupy inwestorów w strukturze nabywców długoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw. Część inwestorów poszukiwała bowiem możliwości osiągnięcia wyższych stóp zwrotu niż z tradycyjnych lokat bankowych czy obligacji skarbowych. Obligacje przedsiębiorstw niejednokrotnie oferowały taką możliwość (średnie oprocentowanie takich obligacji wprowadzonych w 2011 r. do obrotu na rynkach w ramach platformy Catalyst wynosiło 11,7%, podczas gdy średnie oprocentowanie nowo składanych depozytów przedsiębiorstw o terminie pierwotnym powyżej 2 lat 4,7%, a 2-letnich detalicznych obligacji skarbowych wyemitowanych w 2011 r. 4,0%)⁸.

Obligacje korporacyjne stanowią alternatywę dla kredytu bankowego, dlatego też niezwykle ważnym czynnikiem dla rozwoju rynku obligacji jest sytuacja na rynku kredytowym. Analiza raportu NBP dotycząca sytuacji na rynku kredytowym wskazuje, że banki przewidują zaostrzenie polityki kredytowej we wszystkich kategoriach kredytów dla przedsiębiorstw⁹. Zaostrzenie dotyczyć będzie w szczególności sektora małych i średnich przedsiębiorstw. W segmencie kredytów dla dużych przedsiębiorstw banki oczekują zaostrzenia polityki kredytowej przede wszystkim w zakresie kredytów długoterminowych. Banki zaostrzyły wszystkie warunki udzielania kredytów dla przedsiębiorstw, w szczególności podwyższenie pozaodsetkowych kosztów kredytu, zwiększenie wymaganych zabezpieczeń, podwyższenie marż od kredytów obciążonych wyższym ryzykiem¹⁰. Zaostrzenie kryteriów przyznawania kredytów przez banki, połączone z wprowadzaniem bardziej rygorystycznych klauzul w umowach kredytowych powoduje istotne ograniczenie dostępności kredytów jako formy finansowania działalności przedsiębiorstw i większą skłonność przedsiębiorców do szukania kapitału na rynku obligacji.

Rynek obligacji wymaga dla swojego rozwoju odpowiednich uwarunkowań instytucjonalnych. Kluczową kwestią jest zapewnienie płynności obrotu. Z dniem 30 września 2009 r. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie i Bond Spot uruchomiły nowy system zorganizowanego obrotu dłużnymi papierami wartościowymi oraz ich tzw. autoryzacji pod nazwą Catalyst¹¹. Catalyst umożliwia swobodny obrót obligacjami. Dodatkowo emitenci, których obligacje notowane są na rynku Catalyst, zobowiązani są do wypełniania obowiązków informacyjnych i publikacji zarówno swoich sprawozdań finansowych, jak

⁸ *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2011 roku*, NBP, Warszawa 2012, s. 307.

⁹ *Sytuacja na rynku kredytowym, wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, I kwartał 2013*, NBP, Warszawa, styczeń 2013, s. 6.

¹⁰ *Ibidem*.

¹¹ S. Thiel, *op. cit.*, s. 96.

i informacji na temat istotnych wydarzeń w spółkach. Powstanie platformy Catalyst można uznać z pewnością za kamień milowy w rozwoju rynku obligacji korporacyjnych w Polsce.

Bardzo ważnym czynnikiem rozwoju rynku obligacji korporacyjnych w Polsce jest „jakość” emitentów. Wskazywane wcześniej zmniejszenie tempa wzrostu gospodarczego może mieć negatywny wpływ na sytuację finansową emitentów. Należy podkreślić, że inwestycjom w obligacje przedsiębiorstw towarzyszy wyższe ryzyko niż w obligacje emitowane przez Skarb Państwa i z tego punktu widzenia nie można utożsamiać tych dwóch rodzajów produktów. Dlatego potencjalni nabywcy obligacji zawsze w jednakowym stopniu zwracali i zwracają szczególną uwagę zarówno na kondycję finansową emitentów, jak i na takie czynniki jak: przejrzystość struktury właścicielskiej, przejrzystość struktury korporacyjnej i poziom zrozumienia biznesu. Istotna jest zawsze branża, w której działa emitent, przyjęta strategia, w szczególności w zakresie przyjętych zasad finansowania przedsiębiorstwa, oraz jakość kadry zarządzającej. Potencjalny emitent skupiony będzie zawsze na szacunku ryzyka braku wykupu obligacji w uzgodnionym terminie. Z tego punktu widzenia kluczowa jest kwestia zabezpieczeń spłaty długu, przedstawiona przez emitenta i zaakceptowana przez nabywców obligacji. Należy mieć świadomość, że obligatariusze w przeciwieństwie do banków nie dysponują bankowym tytułem egzekucyjnym, dlatego obok materialnych zabezpieczeń np. w formie hipoteki na nieruchomości coraz częściej oczekują podpisania przez emitenta oświadczenia o dobrowolnym poddaniu się egzekucji¹². W najbliższych latach rozwój platformy Catalyst będzie w istotnym stopniu uzależniony od tego, czy emitenci obligacji wywiążą się ze wszystkich ciążących na nich zobowiązań wobec obligatariuszy, w tym dokonają terminowego wykupu tych instrumentów¹³.

Z formalnego punktu widzenia dla przeprowadzenia emisji obligacji na rynku polskim nie jest wymagany rating. Rating obligacji w ogólnym rozumieniu to niezależna i obiektywna ocena ryzyka kredytowego podmiotu posiadającego lub zaciągającego dług na rynku finansowym¹⁴. Rating obligacji to ocena tworzona przez wyspecjalizowane instytucje, zwane agencjami ratingowymi, polegająca na zakwalifikowaniu danej obligacji do klasy o ściśle zdefiniowanym poziomie ryzyka niedotrzymania warunków¹⁵. Ryzyko niedotrzymania warunków to ryzyko pojawiające się wtedy, gdy jedna ze stron kontraktu nie spełnia warunków przewidzianych w kontrakcie, tzn. nie dokonuje płatności na rzecz drugiej strony.¹⁶ W obliczu braku formalnego wymogu posiadania ratingu obowiązek oceny

¹² Ustawa z dnia 17 listopada 1964 r. Kodeks postępowania cywilnego, DzU z dnia 1 grudnia 1964 r., z późn. zm., art. 777.

¹³ Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2011 roku..., *op. cit.*, s. 307.

¹⁴ W. Dębski, *op. cit.*, s. 279.

¹⁵ K. Jajuga, *op. cit.*, s. 39.

¹⁶ *Ibidem*.

kondycji finansowej emitenta i dodatkowych elementów, o których mowa powyżej, spoczywa więc bezpośrednio na samych obligatariuszach.

4. POLSKI RYNEK OBLIGACJI KORPORACYJNYCH PRZEDSIĘBIORSTW W LICZBACH

Formalne uregulowanie emisji obligacji ustawą z 1995 r. zapoczątkowało rozwój obligacji korporacyjnych w Polsce. Według raportu Środkowoeuropejskiego Centrum Ratingu i Analiz SA – CERA SA wartość wyemitowanych na koniec 1997 r. obligacji przedsiębiorstw i banków wyniosła 563,5 mln PLN (19 emitentów) i wzrosła do końca 1999 r. do 1 830,9 mln PLN (46 emitentów)¹⁷. Na koniec 2012 r. wartość rynku obligacji przedsiębiorstw (powyżej 365 dni) wyniosła 31 356,19 mln PLN, a wartość rynku obligacji banków (powyżej 365 dni) kształtowała się na poziomie 44 368,43 mln PLN. Na koniec IV kwartału łączna wartość wyemitowanych przez banki, przedsiębiorstwa i jednostki samorządu terytorialnego przekroczyła 117 mld PLN¹⁸.

Warto zwrócić uwagę, że obligacje korporacyjne zyskują na znaczeniu jako alternatywa kredytów bankowych. Pomimo, że ich udział w finansowaniu przedsiębiorstw jest cały czas relatywnie nieduży, to w IV kwartale 2012 r. po raz pierwszy odnotowano zmniejszenie zadłużenia przedsiębiorstw z tytułu kredytów i pożyczek (o 978,6 mln PLN) i jednocześnie wzrost zadłużenia z tytułu obligacji (o 2 209,2 mln PLN) – rys. 1.

Sukcesywnie rośnie również wartość rynku Catalyst w zakresie emisji obligacji korporacyjnych emitowanych przez przedsiębiorstwa – z 2 667,5 mln PLN na koniec IV kwartału 2010 r. do 9 861,4 mln PLN na koniec 2012 r. Widzimy więc wyraźną tendencję do emisji obligacji korporacyjnych na rynku publicznym.

Na potrzeby niniejszego artykułu przeprowadzono badanie struktury emitentów na rynku Catalyst dla wyemitowanych obligacji na dzień 31 grudnia 2012 r. W ramach pierwszego kryterium wyodrębniono cztery grupy obligacji korporacyjnych: Bank Gospodarstwa Krajowego, banki komercyjne, przedsiębiorstwa i fundusze inwestycyjne. Wyniki badania dla tego kryterium przedstawiono w tab. 2.

¹⁷ *Raport o stanie rynku*, CERA, Warszawa 2000, s. 3.

¹⁸ *Podsumowanie IV kwartału 2012 i roku 2012 na rynku nie skarbowych instrumentów dłużnych w Polsce*, FitchRatings, Warszawa 2013, s. 1.

Rys. 1. Obligacje a kredyty i pożyczki przedsiębiorstw w latach 2010–2012 (w mln PLN).

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i raportów Fitch za lata 2010–2012.

Tabela 2

Struktura emitentów obligacji korporacyjnych na rynku Catalyst na dzień 31.12.2012 r.

Podmiot	Liczba emitentów	Wartość emisji [mln PLN]
Bank Gospodarstwa Krajowego	1	28 295,5
Banki komercyjne	9	8 209,1
Przedsiębiorstwa	104	9 601,2
Fundusze inwestycyjne	8	260,2

Źródło: opracowanie własne na podstawie Biuletynu Statystycznego Catalyst.

W ramach drugiego kryterium dokonano podziału przedsiębiorstw pod kątem ich wielkości, wyróżniając trzy grupy – przedsiębiorstwa duże, małe i średnie¹⁹. Źródło danych stanowiły sprawozdania finansowe przedsiębiorstw za rok

¹⁹ Zgodnie z definicją zawartą w Art. 2 Załącznika I do *Rozporządzenia 364/2004 Komisji Wspólnot Europejskich* za małe uważa się przedsiębiorstwo zatrudniające mniej niż 50 pracowników i którego roczny obrót i/lub całkowity bilans roczny nie przekracza 10 milionów EUR, za średnie uważa się przedsiębiorstwo, które zatrudnia mniej niż 250 pracowników i którego roczny obrót nie przekracza 50 milionów EUR a/lub całkowity bilans roczny nie przekracza 43 milionów EUR.

obrotowy 2011, publicznie dostępne w formie raportów kwartalnych lub rocznych. Wyniki badania dla tego kryterium zaprezentowano na rys. 2.

Rynek Catalyst jest miejscem dla wszystkich emitentów niezależnie od ich wielkości. Pomimo, że 43 podmioty to przedsiębiorstwa duże, to jednak ponad 60% emitentów to reprezentanci sektora małych i średnich przedsiębiorstw. Oczywiście skala emisji jest diametralnie różna dla tych grup. Najmniejszą emisję odnotowano w przypadku przedsiębiorstwa AEROGELS (250 tys. PLN), największą w przypadku PGNiG (2 500 000 tys. PLN). Średnia wartość emisji dla poszczególnych grup to odpowiednio – w przypadku małych przedsiębiorstw 6 625 tys. PLN, w przypadku średnich przedsiębiorstw 25 379 tys. PLN, a w przypadku dużych przedsiębiorstw 199 493 tys. PLN.

Małe	185,5	28
Średnie	837,5	33
Duże	8 578,2	43

Rys. 2. Struktura emisji obligacji korporacyjnych na Catalyst według wielkości przedsiębiorstw na dzień 31.12.2012 r. (w mln PLN)

Źródło: opracowanie własne na podstawie Biuletynu Statystycznego Catalyst i sprawozdań finansowych emitentów za rok obrotowy 2011 publicznie udostępnionych w formie raportów kwartalnych lub rocznych.

Według agencji ratingowej Fitch potencjał długoterminowego wzrostu rynku obligacji pozostaje wysoki. Wpływa na to nie tylko poziom wzrostu gospodarczego ale także ciągle relatywnie niewielka skala rynku obligacji i niska ekspozycja krajowych firm na tym rynku²⁰. Również zdaniem firmy doradczej

²⁰ *Poland Corporate Bond Market Growth to Continue*, FitchRatings, Warsaw 2012, s. 6.

Grant Thornton rynek obligacji w Polsce ma ogromny potencjał rozwoju. W przeciwieństwie do bardziej rozwiniętych rynków Europy Zachodniej, zarówno udział obrotu obligacjami w stosunku do obrotu akcjami, jak i same wielkości emisji są dużo mniejsze. Porównując wielkość emisji papierów dłużnych przedsiębiorstw i instytucji finansowych w relacji do PKB okazuje się, że wskaźnik dla Polski wynosi zaledwie 6%. Jest to zdecydowanie mniej niż w takich krajach jak chociażby Irlandia, Stany Zjednoczone, Wielka Brytania, czy Niemcy, gdzie stosunek ten wynosi odpowiednio 310%, 150%, 140% i 100%. Wskazuje to na duży potencjał rynku instrumentów dłużnych w Polsce²¹.

5. BARIERY ROZWOJU RYNKU OBLIGACJI KORPORACYJNYCH W POLSCE

Uregulowania prawne, powstanie platformy Catalyst, aktualna sytuacja makroekonomiczna, ograniczenia w dostępie do kredytów dla przedsiębiorstw to czynniki, które z pewnością mają kluczowy wpływ dla rozwoju rynku obligacji korporacyjnych w Polsce. Należy mieć jednak świadomość, że tempo tego rozwoju będzie integralnie związane z istnieniem czynników, które mogą ten rozwój istotnie ograniczać.

Podstawowym czynnikiem rozwoju rynku obligacji jest zapewnienie inwestorom odpowiedniej dywersyfikacji i płynności portfela obligacji. Obecnie na rynku Catalyst dominują emitenci, reprezentujący kilka branż: (banki, deweloperzy, firmy windykacyjne), co utrudnia zbudowanie portfela obligacji dobrze zróżnicowanego sektorowo. Dodatkowo mamy do czynienia z dużym zróżnicowaniem wielkości emisji, z jednej strony emisje trzech podmiotów (PGNiG, PKN ORLEN i ENERGA) tworzą ponad 45% całego rynku obligacji korporacyjnych przedsiębiorstw, z drugiej strony aż 75% emisji na rynku Catalyst miało wartość na poziomie poniżej 30 mln PLN²². Zdaniem agencji ratingowej Fitch niska płynność rynku mogłaby ulec poprawie, jeżeli banki jako główne podmioty pełniące funkcję organizatora emisji obligacji miałyby prawo do obrotu nimi bezpośrednio na Catalyst – w tym momencie Ministerstwo Finansów zezwala tylko domom maklerskim na bezpośredni handel na platformie²³.

Tempo rozwoju rynku będzie z pewnością związane z sytuacją finansową przedsiębiorstw w Polsce, która istotnie wpływa na brak możliwości obsługi zadłużenia przez niektórych emitentów. Zaobserwowane w 2012 r. zjawisko ogłoszenia upadłości kilku istotnych emitentów wpłynie z pewnością na bardziej ostrożne podejście inwestorów do angażowania środków w obligacje korp-

²¹ *Raport Catalyst – podsumowanie rozwoju*, Grant Thornton, Warszawa 2012, s. 9.

²² *Ibidem*, s. 14.

²³ *Poland, Corporate Bond Market Growth to Continue...*, *op. cit.*, s. 6.

cyjne spółek, przejawiające się między innymi bardziej rygorystycznym podejściem do jakości zabezpieczenia spłaty długu przez emitenta.

Niewątpliwie dużym ograniczeniem dla rozwoju rynku obligacji, szczególnie ze strony inwestorów, jest brak wymogu posiadania formalnie nadanego ratingu przez agencję ratingową. Obecnie cały ciężar oceny kondycji finansowej emitenta spoczywa na obligatariuszach a pojawiające się coraz częściej problemy z terminową obsługą zadłużenia powodować będą zwiększone wymogi odnośnie oceny „jakości emitentów”. Z pewnością obowiązek posiadania formalnego ratingu przez emitentów obligacji wpłynąłby pozytywnie na zmniejszenie ryzyka inwestycji i większe zainteresowanie rynkiem obligacji przez potencjalnych inwestorów, w szczególności indywidualnych, należy mieć jednak świadomość, że poziom kosztów związanych z ratingiem i organizacja tego procesu po stronie emitenta stanowiłyby dość istotną barierę w rozwoju rynku obligacji korporacyjnych w Polsce. Na pewno wpłynęłyby na możliwość finansowania rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw, gdzie przy relatywnie niskiej skali emisji koszty ratingu przygotowanego przez profesjonalną instytucję stanowić mogą bardzo istotną część wszystkich kosztów związanych z emisją.

Analizując strukturę emitentów w ramach rynku Catalyst stwierdzić można, że emisja obligacji korporacyjnych jest wciąż mało popularnym źródłem finansowania małych i średnich przedsiębiorstw. Warto przypomnieć, że przewidziane ograniczenia kredytowe ze strony banków w największym stopniu dotyczą tej grupy przedsiębiorstw. W tym przypadku poza ograniczeniami dotyczącej kondycji finansowej czy jakości zabezpieczeń można z pewnością wskazać takie bariery jak: brak świadomości przedsiębiorców o istnieniu tego typu instrumentów, brak wiedzy w temacie technicznych aspektów funkcjonowania obligacji, obawa przed skomplikowanymi procedurami związanymi z emisją, obawa przed kosztami związanymi z przygotowaniem emisji (doradcy, podmioty pośredniczące), potencjalna konieczność upublicznienia działalności przedsiębiorstwa, wyższe koszty związane z funkcjonowaniem służb finansowo księgowych, audytem sprawozdań finansowych oraz publikacją raportów bieżących i okresowych.

6. PODSUMOWANIE

Obligacje korporacyjne stanowią alternatywę dla innych form pozyskania kapitału przez przedsiębiorstwa, jako forma finansowania dłużnego głównie dla kredytu bankowego, chociaż emisja obligacji może z powodzeniem zastąpić emisję akcji. Obligacje korporacyjne są ciągle mało popularną formą finansowania przedsiębiorstw. Ich znaczenie jednak rośnie, a na rozwój rynku mają wpływ zarówno sytuacja makroekonomiczna, jak i uwarunkowania instytucjonalne,

w szczególności powstanie platformy Catalyst. Dużą szansą dla rozwoju rynku obligacji korporacyjnych jest przewidywany ograniczony dostęp do kredytów bankowych. Pomimo dużego potencjału tempo rozwoju rynku będzie uzależnione od kondycji finansowej emitentów oraz od możliwości zapewnienia inwestorom odpowiedniej dywersyfikacji i płynności portfela obligacji.

BIBLIOGRAFIA

- Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, PWN, Warszawa 2010.
Grudziński M., *Kiedy emitować obligacje zamienne*, CEO, czerwiec 2008.
Jajuga K., *Obligacje i akcje*, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2009.
Podsumowanie IV kwartału 2012 i roku 2012 na rynku nie skarbowych instrumentów dłużnych w Polsce, FitchRatings, Warszawa 2013.
Poland Corporate Bond Market Growth to Continue, FitchRatings, Warsaw 2012.
Raport Catalyst – podsumowanie rozwoju, Grant Thornton, Warszawa 2012.
Raport o stanie rynku, CERA, Warszawa 2000.
Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2011 roku, NBP, Warszawa 2012.
Sytuacja na rynku kredytowym, wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, I kwartał 2013, NBP, Warszawa, styczeń 2013.
Thiel S., *Rynek kapitałowy i terminowy*, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2010.
Ustawa z dnia 17 listopada 1964 r. Kodeks postępowania cywilnego, DzU z dnia 1 grudnia 1964 r.
Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach, DzU 2001, nr 120, poz. 1300 ze zm.

Rafał Wilczyński

DEVELOPMENT OF CORPORATE BOND MARKET IN POLAND

The aim of this paper is to present the current situation in the corporate bond market in Poland, as well as the identification of determinants and directions of its development in the light of both the current macroeconomic situation and the availability of other form of corporate financing.

The potential for the development of the corporate bond market in Poland is very high. Corporate bonds are a very good alternative to bank credit. In some cases, issuance of corporate bonds can be used instead of the issue of shares. Despite its characteristics corporate bonds are still not very popular form of financing companies in Poland.

Actually we can observe steady and systematically growth of the corporate bond market, supported by development of Catalyst platform and by situation on the bank credit market.

According to many experts the corporate market growth is going to be continued in the future. The growth rate will be affected by such determinants as financial standing of issuers and ability to provide to investors adequate level of diversification and liquidity of the bond portfolio.

Key words: corporate bonds, market development, investors, issuers, rating.