

*Maciej Dykto**

**OBLIGACJE KORPORACYJNE I KOMUNALNE
JAKO ALTERNATYWA DLA OBLIGACJI SKARBOWYCH
FORMA LOKOWANIA OSZCZĘDNOŚCI
INWESTORÓW INDYWIDUALNYCH**

WPROWADZENIE

W warunkach rozwijającego się rynku finansowego gospodarstwa domowe uzyskują coraz więcej możliwości inwestowania zaoszczędzonych środków. Oprócz tradycyjnych lokat bankowych podmioty te mogą ulokować środki finansowe na rynku akcji, obligacji, w funduszach inwestycyjnych, towarzystwach ubezpieczeniowych czy też na rynku walutowym.

Najbezpieczniejszymi, ale też najmniej rentownymi, lokatami są depozyty bankowe oraz obligacje skarbowe. Oprocentowanie tych aktywów wraz ze spadkiem stopy inflacji znacznie się obniżyło i nie jest zbyt satysfakcjonujące dla drobnego inwestora. Osoby, które oczekują wyższych zysków, ale nie chcą ponosić nadmiernego ryzyka, mogą skierować się na rynek obligacji komunalnych i korporacyjnych. Zarobki na tym rynku powinny być wyższe niż na rynku papierów skarbowych; z drugiej strony poziom ryzyka inwestycyjnego jest znacznie niższy niż na rynku akcji, co ma znaczenie dla inwestorów preferujących bezpieczeństwo swoich inwestycji.

Celem niniejszego artykułu jest ocena atrakcyjności inwestycyjnej obligacji korporacyjnych i komunalnych na tle obligacji skarbowych z punktu widzenia drobnego inwestora. Analizą objęto jedynie obligacje emitowane na rynku publicznym, gdyż rynek niepubliczny jest w zasadzie dostępny jedynie dla inwestorów instytucjonalnych.

* Dr, adiunkt w Instytucie Finansów, Bankowości i Ubezpieczeń Uniwersytetu Łódzkiego.

1. ZALETY I WADY INWESTYCJI W OBLIGACJE NIESKARBOWE

Obligacja jest papierem wartościowym dłużnym poświadczającym dług (o określonej wysokości) emitenta w stosunku do posiadacza i zobowiązujący emitenta do świadczeń pieniężnych lub niepieniężnych. Podstawowymi świadczeniami są wykup obligacji według jej wartości nominalnej oraz odsetki.

Obligacje mogą być emitowane poprzez różne podmioty. Najczęściej stosowanym podziałem jest klasyfikacja na obligacje skarbowe (emitowane przez skarb państwa), komunalne (emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego) oraz korporacyjne (emitowane przez przedsiębiorstwa, w tym banki).

Z punktu widzenia posiadacza obligacje komunalne i korporacyjne posiadają wiele **zalet**. Najważniejszą z nich jest wyższe oprocentowanie niż obligacji skarbowych lub lokat bankowych. Badania empiryczne dowodzą, że oprocentowanie obligacji korporacyjnych może być atrakcyjne z punktu inwestora. F. J. Fabozzi¹ podaje, że rentowność obligacji amerykańskich przedsiębiorstw o ratingu inwestycyjnym była wyższa od rentowności obligacji skarbowych przeciętnie o 51–90 punktów bazowych, z tym że dla obligacji o ratingu AAA marża wynosiła 7–27 pb, zaś dla papierów z ratingiem BBB 83–182 pb (dane za rok 1992). Inne dane² wskazują, że rentowność obligacji o ratingu BBB była w latach 1955–1989 wyższa od rentowności obligacji skarbowych o 17–28% (nie punktów procentowych).

Kolejną zaletą jest fakt, że termin wykupu obligacji może być bardzo długi (na rynku amerykańskim spotykane są obligacje emitowane na okresy kilkudziesięcioletnie), co jest ważne dla osób oszczędzających prywatnie na emeryturę.

Inną pozytywną cechą jest notowanie obligacji na rynku wtórnym, a zatem możliwość ich odsprzedaży przed terminem wykupu, co wyróżnia te papiery od lokat bankowych.

Oprócz zalet obligacje nieskarbowe mają jednak również **wady**, a podstawową jest ryzyko kredytowe, a więc możliwość, że emitent obligacji nie wywiąże się ze zobowiązań płynących z obligacji w ustalonym terminie. Ryzyka tego nie ma w wypadku obligacji skarbowych (jednak należy pamiętać choćby o casusie Argentyny w roku 2000). Ryzyko kredytowe można zminimalizować poprzez kupno obligacji posiadających rating inwestycyjny, czyli na poziomie AAA-BBB. Obligacje posiadające rating spekulacyjny są bardziej niebezpieczne, ale za to znacznie wyżej oprocentowane.

Innym sposobem na minimalizację ryzyka kredytowego jest dywersyfikacja inwestycji, czyli zakup obligacji pochodzących od różnych emitentów.

¹ F. J. Fabozzi, *Rynki obligacji. Analiza i strategie*, Wig-Press, Warszawa 2000, s. 183.

² C. P. Dialynas, D. H. Eington, *Bond Yields Spread – A Postmodern View*, „Journal of Portfolio Management”, Fall 1992, cyt. za: F. J. Fabozzi, *op. cit.*, s. 486.

W wypadku niewypłacalności jednego z nich relatywna strata nie będzie zbyt duża. R. Zipf³ sugeruje, że najostrożniejsi inwestorzy powinni mieć portfel składający się z papierów 20 emitentów. Z drugiej strony, skonstruowanie przez pojedynczego inwestora tak rozbudowanego portfela może być niewykonalne.

Kolejnym ryzykiem, na jakie są narażeni posiadacze wszystkich obligacji, jest ryzyko stopy procentowej, czyli możliwość spadku rynkowej ceny papieru w wypadku wzrostu rynkowych stóp procentowych. Jest ono zwykle powiązane z ryzykiem inflacji.

Ryzyko płynności wiąże się z trudnością odsprzedaży obligacji na rynku wtórnym. O ile rynek obligacji skarbowych jest zazwyczaj dość płynny, to w wypadku papierów nieskarbowych należy liczyć się z faktem, że cena na rynku wtórnym będzie niesatysfakcjonująca dla inwestora, a w skrajnych wypadkach może okazać się, że z powodu braku ofert przeciwnych w ogóle nie będzie można zawrzeć transakcji.

Inną wadą związaną z inwestowaniem w obligacje nieskarbowe jest fakt, że sieć sprzedaży tych walorów może być znacznie węższa niż obligacji skarbowych.

2. PODSTAWY PRAWNE EMISJI OBLIGACJI W POLSCE

Prawne podstawy emisji obligacji w Polsce zawarte są w ustawie o obligacjach⁴ (u.o.). Zgodnie z art. 2 pkt 1 u.o. obligacje mogą być emitowane przez podmioty prowadzące działalność gospodarczą, posiadające osobowość prawną, a także spółki komandytowo-akcyjne. W związku z tym za pomocą obligacji kapitał może być pozyskiwany przez spółki akcyjne, spółki z o.o., przedsiębiorstwa państwowe, spółdzielnie. Należy zwrócić uwagę, że w myśl ustawy do przedsiębiorstw zaliczają się również banki. Z kolei art. 2 pkt 1 u.o. stanowi, że obligacje mogą emitować gminy, powiaty, województwa, zwane dalej „jednostkami samorządu terytorialnego”, a także związki tych jednostek oraz miasto stołeczne Warszawa.

Zgodnie z art. 4. ust 1. obligacja jest papierem wartościowym emitowanym w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji (obligatariusza) i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia.

³ R. Zipf, *How the Bond Market Works*, New York Institute of Finance, New York 1997, s. 167.

⁴ Ustawa z 29.06.1995 r. o obligacjach, Dz.U. 1995, nr 83, poz. 420 z póź. zm.

Obligacje mogą być emitowane jako zabezpieczone lub niezabezpieczone. Zabezpieczenie może mieć postać gwarancji Skarbu Państwa, Narodowego Banku Polskiego, banku komercyjnego, hipoteki na nieruchomości lub zastawu. Niezależnie od ustanowionych zabezpieczeń, emitent odpowiada całym swoim majątkiem za zobowiązania wynikające z obligacji (wyjątek może dotyczyć jedynie tzw. obligacji przychodowych). Obecnie obowiązujące przepisy u.o. nie przewidują obowiązku ustanawiania zabezpieczenia, pozostawiając tę czynność uznaniu emitenta.

Obligacje mogą być emitowane w postaci dokumentu lub w postaci zdematerializowanej (szczególnie jeśli mają być przedmiotem obrotu na rynku publicznym).

W przypadku spółek akcyjnych u.o. dopuszcza możliwość emisji specjalnych rodzajów obligacji: zamiennych oraz z prawem pierwszeństwa.

Zgodnie z art. 20 u.o. **obligacje zamienne** uprawniają do objęcia akcji emitowanych przez spółkę w zamian za te obligacje. Obligacje zamienne nie mogą być emitowane poniżej wartości nominalnej i nie mogą być wydawane przed pełną wpłatą.

Obligacje z prawem pierwszeństwa uprawniają obligatariuszy – oprócz innych świadczeń – do subskrybowania akcji spółki z pierwszeństwem przed jej akcjonariuszami. Uchwała o emisji obligacji z prawem pierwszeństwa powinna określać liczbę akcji przypadających na jedną obligację oraz cenę emisyjną akcji lub sposób jej ustalenia.

Jednostki samorządu terytorialnego są z kolei uprawnione do emisji **obligacji przychodowych**. Zgodnie z art. 23a. 1. u.o. obligacje przychodowe mogą przyznawać obligatariuszowi prawo do zaspokojenia swoich roszczeń z pierwszeństwem przed innymi wierzycielami emitenta z całości albo z części przychodów lub z całości, albo części majątku przedsięwzięć, które zostały sfinansowane ze środków uzyskanych z emisji obligacji lub z całości, albo z części przychodów z innych przedsięwzięć określonych przez emitenta.

Dodatkowe wymogi na emitentów obligacji nakłada ustawa Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (u.p.o.p.w.)⁵. Zgodnie z art. 2 ust. 1 u.p.o.p.w. publicznym obrotem papierami wartościowymi jest proponowanie nabycia lub nabywanie emitowanych w serii papierów wartościowych, przy wykorzystaniu środków masowego przekazu albo w inny sposób, jeżeli propozycja skierowana jest do więcej niż 300 osób albo do nie oznaczonego adresata. W związku z tym z obrotem niepublicznym mamy do czynienia, gdy oferta jest skierowana do nie więcej niż 300, imiennie wskazanych, osób. W publicznym obrocie nie znajdują się również obligacje o terminie zapadalności krótszym niż jeden rok (art. 2, ust. 1, pkt 6 u.p.o.p.w.).

⁵ Ustawa z 21.08.1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, Dz. U. 1997, nr 118, poz. 754 z póź. zm.

Wprowadzenie obligacji do publicznego obrotu wymaga uzyskania zgody Komisji Papierów Wartościowych i Giełd. W wypadku emitentów pozostających w publicznym obrocie od 18 miesięcy lub ubiegających się wprowadzenie papierów do obrotu na tzw. rynku nieurzędowym wystarczy jedynie zawiadomienie Komisji o planowanej emisji. Dopuszczenie do publicznego obrotu na drodze zawiadomienia jest również możliwe wtedy, gdy obligacje są dopuszczane jednocześnie do publicznego obrotu w innym kraju członkowskim Unii Europejskiej.

3. OBLIGACJE NIESKARBOWE NA RYNKU PUBLICZNYM W LATACH 2002–2005

Publiczny rynek obligacji nieskarbowych w Polsce przez długi czas pozostawał w uśpieniu. Mimo, że dostosowaną do warunków gospodarki rynkowej ustawę o obligacjach uchwalono w 1995 r., a pierwszą ustawę o publicznym obrocie papierami wartościowymi już w 1991 r., przez długi czas na rynku nie pojawiały się żadne obligacje korporacyjne i komunalne. Przed 2002 r. debiutowały jedynie papiery spółki leasingowej Clif (która

Tabela 1

Emisje obligacji bankowych na rynku publicznym w latach 2002–09.2005 (w mln zł)

Rok	Bank	Liczb ofert	Wartość emisji
2002	BZ-WBK SA	2	331,4
	BIG BG SA	1	324,3
	PeKaO SA	2	899,8
	Razem	5	1 555,5
2003	BZ-WBK SA	8	712,7
	PeKaO SA	9	1 460,8
	BIG BG SA/ Millenium SA	18	1 816,9
	BPH-PBK SA	9	419,9
	Razem	46	4 410,3
2004	BPH-PBK SA	11	346,4
	Nordea Bank Polska SA	2	5,0
	Razem	13	351,4
2005 (do 2009)	BPH-PBK SA	4	90,3
	Razem	4	90,3

Źródło: Szacunki własne na podstawie St. Thiel, T. Zwoliński, *Akcje i obligacje korporacyjne w publicznym obrocie papierami wartościowymi*, KPWiG, Warszawa 2004, s. 223–229 oraz www.kdpw.com.pl.

zresztą dość szybko została postawiona w stan upadłości) oraz obligacje zamienne Banku Handlowego oraz spółki Ema Blachownia. Dopiero od 2002 r. notuje się większe zainteresowanie emisją obligacji przez podmioty gospodarcze i samorządy terytorialne, co można zapewne po części wiązać ze złagodzeniem rygorów stawianych przez ustawę o obligacjach. Syntetyczne dane za lata 2002–2005 są przedstawione w tabelach poniżej.

Obligacje bankowe były traktowane przez inwestorów jako substytut depozytów bankowych i nabywano je przede wszystkim ze względu na fakt, że pozwalały na uniknięcie płacenia podatku od zysków kapitałowych. Od stycznia 2004 r. nie jest już możliwe zwolnienie tych obligacji od podatku, więc ich popularność gwałtownie spadła i większość banków w ogóle zrezygnowała z ich sprzedaży.

Wpływy z emisji obligacji przeprowadzonych przez przedsiębiorstwa niebankowe zaprezentowane są w tab. 2.

Tabela 2

Emisje niebankowych obligacji korporacyjnych na rynku publicznym
w latach 2002–09.2005 (w mln zł)

Rok	Emitent	Liczb ofert	Wartość emisji
2002	Capital Partners SA	1	18,0
	Comarch SA (zamienne)	1	40,0
	TP SA	1	292,3
	Tras Tychy SA (zamienne)	2	8,2
	Ventus SA	1	21,1
	Razem	6	379,6
2003	Bauma SA (zamienne)	1	1,9
	BZ WBK Finanse&Leasing SA	1	88,0
	BZ WBK Leasing SA	2	199,8
	Coffee Heaven Int. SA	1	13,9
	Europejski Fundusz Hipoteczny SA	1	16,0
	Netia SA (z prawem pierwszeństwa)	3	0,5
	Razem	9	320,1
2004	Brok Strzelec SA (zamienne)	1	15,0
	Brok Strzelec SA	1	29,7
	BZ WBK Finanse&Leasing SA	4	80,2
	BZ WBK Leasing SA	8	239,1
	MCI SA (zamienne)	1	10,0
	Razem	15	374
2005 (do 2009)	BZ WBK Finanse&Leasing SA	2	33,1
	BZ WBK Leasing SA	4	69,3
	PSB SA	1	16,0
	Razem	7	118,4

Źródło: Jak w tab. 1.

Jak wynika z przedstawionych danych, finansowanie za pomocą emisji obligacji na rynku publicznym nie jest zbyt popularne wśród przedsiębiorstw niebankowych. Z możliwości pozyskania kapitału w tej formie skorzystało zaledwie kilkanaście przedsiębiorstw; pozyskane kwoty nie przekraczały w sumie 400 mln zł rocznie, co nie jest kwotą znaczącą w skali całej gospodarki. Należy zauważyć, że publiczna emisja obligacji nie jest czynnością zarezerwowaną tylko dla dużych przedsiębiorstw; w omawianym okresie papiery te rozprowadzały też średnie firmy, niezbyt dobrze znane, np. Ventus SA.

Dla porównania można przytoczyć dane dotyczące całego (publicznego i niepublicznego) rynku niebankowych obligacji korporacyjnych sporządzone przez agencję ratingową Fitch Polska SA. Wartość emisji w 2003 r. wyniosła 893,2 mln zł, zaś w 2004 r. – 2321,9 mln zł. Liczba emitentów na koniec 2003 r. wynosiła 59, natomiast w końcu 2004 r. – 69⁶. Jak wynika z tych danych, lwia część rynku zajmują obligacje niepubliczne.

Podobnie do rynku obligacji korporacyjnych, publiczny rynek obligacji komunalnych nie cieszy się w Polsce dużą popularnością. Do końca 2005 r. jedynie trzy jednostki samorządu terytorialnego zdecydowały się na poszukiwanie środków finansowych poprzez publiczną subskrypcję obligacji. Były to Ostrów Wielkopolski, Rybnik i Poznań. Kwoty pozyskane przez te miasta obrazuje tab. 3.

Tabela 3

Emisje obligacji komunalnych na rynku publicznym w latach 2001–09.2005 (w mln zł)

Rok	Emitent	Liczb ofert	Wartość emisji
2001	Ostrów Wlkp.	1	1,2
2003	Poznań	2	191,0
	Rybnik	1	65,0
2004	Poznań	1	91,0
	Rybnik	1	18,0
2005 (do 2009)	Poznań	1	101,5
	Razem	7	467,7

Źródło: Szacunki własne na podst. www.kdpw.com.pl.

Rozmiary publicznego rynku obligacji komunalnych są mniejsze niż rynku obligacji przedsiębiorstw, zaś liczba emitentów jest nieporównywalnie niższa. Należy zauważyć, że wartość całego (publicznego i prywatnego) rynku obligacji komunalnych jest znacząco większa od podanej w tabeli: w 2003 r. jednostki samorządu terytorialnego wyemitowały obligacje za łączną kwotę

⁶ www.fitchpolska.com.pl.

581,1 mln zł, a w 2004 r. za 503,1 mln zł. Liczba emitentów wynosiła 201 w 2003 r. i 227 w 2004 r.⁷

4. ANALIZA PRZYPADKÓW

W tej części artykułu zostaną przedstawione wybrane emisje obligacji nieskarbowych, które pojawiły się na rynku publicznym. Papiery te zostaną porównane z odpowiednimi emisjami obligacji skarbowych, aby można było ocenić ich atrakcyjność z punktu widzenia indywidualnego inwestora. Ze względu na cel analizy uwaga zostanie poświęcona „klasycznym” obligacjom, a więc nie są brane pod uwagę obligacje zamienne i z prawem poboru. Z rozważań wyłączono także obligacje przeznaczone dla inwestorów kwalifikowanych, a więc dysponujących znacznymi środkami finansowymi. Przykładowo, dla inwestorów kwalifikowanych przeznaczone były papiery TP SA, Coffee Heaven International SA, PSB SA.

4.1. Obligacje BZ WBK Finanse&Leasing SA

BZ WBK Finanse&Leasing SA jest spółką zależną Banku BZ WBK SA. Jak wskazuje nazwa, przedmiotem jej działalności jest finansowanie transakcji leasingowych. Obligacje przez nią emitowane są oferowane w ramach programu emisji; ich łączna liczba nie może przekroczyć 20 mln sztuk, wartość nominalna każdej obligacji wynosi 100 zł. Termin wykupu obligacji nie może przekroczyć 10 lat. Oprocentowanie może być stałe lub zmienne. Obligacje są niezabezpieczone, w szczególności nie posiadają gwarancji BZ WBK SA; nie posiadają też żadnego ratingu. Walory są dystrybuowane za pośrednictwem Biura Maklerskiego BZ WBK, są notowane na rynku wtórnym na CeTO.

W praktyce papiery były emitowane w kilku seriach o terminie zapadalności 3 lata; oprocentowanie poszczególnych serii było stałe z odsetkami wypłacanymi corocznie. Co ważne dla pojedynczego inwestora, minimalny zapis musiał opiewać na co najmniej 50 sztuk obligacji o równowartości 5000 zł, a zatem znacznie więcej niż w wypadku detalicznych obligacji skarbowych (te obligacje można nabywać nawet pojedynczo). Do porównań wybrano detaliczne obligacje skarbowe dwuletnie, ze względu na fakt stałego oprocentowania. Obligacje trzyletnie pominięto, gdyż ich oprocentowanie jest zmienne, a więc uniemożliwia bezpośrednie porównania. Szczegółowe dane zawiera tab. 4.

⁷ *Ibidem.*

Tabela 4

Podstawowe parametry obligacji BZ WBK Finanse&Leasing SA na tle obligacji skarbowych

Obligacje BZ WBK F&L				Obligacje skarbowe			
termin		cena emisyjna (zł)	oprocentowanie	termin		cena emisyjna (zł)	oprocentowanie
emisji	wykupu			emisji	wykupu		
07.2004	07.2007	100,00	7,00	07.2004	07.2006	100,00	6,70
10.2004	10.2007	100,00	7,25	10.2004	10.2006	100,00	7,00
11.2004	11.2007	100,00	7,00	11.2004	11.2006	100,00	6,75
11.2004	11.2007	100,00	7,00	11.2004	11.2006	100,00	6,75

Źródło: Opracowanie własne na podstawie prospektów emisyjnych oraz danych Ministerstwa Finansów.

Jak wynika z tab. 4 obligacje spółki nie są znacząco bardziej atrakcyjne w stosunku do walorów skarbowych: oprocentowanie jest tylko nieco wyższe. Na korzyść tych obligacji może przemawiać fakt, że są trzyletnie i ich nabywcy mogą liczyć, że w trzecim roku ich rentowność będzie wyższa od papierów skarbowych.

4.2. Obligacje BZ WBK Leasing SA

Podobnie jak poprzednia spółka BZ WBK Leasing SA jest spółką zależną Banku BZ WBK SA; przedmiotem jej działalności jest finansowanie transakcji leasingowych. Obligacje przez nią emitowane są oferowane w ramach programu emisji; ich łączna liczba nie może przekroczyć 10 mln sztuk, wartość nominalna każdej obligacji wynosi 100 zł. Termin wykupu obligacji może wynosić 2, 3, 4 lub 5 lat. Oprocentowanie może być stałe lub zmienne. Obligacje są niezabezpieczone, w szczególności nie posiadają gwarancji BZ WBK SA; nie posiadają też żadnego ratingu. Walory są dystrybuowane za pośrednictwem Biura Maklerskiego BZ WBK, są notowane na rynku wtórnym na CeTO.

W praktyce papiery były emitowane w kilkunastu seriach o terminie zapadalności 3 lata; oprocentowanie poszczególnych serii było stałe, z odsetkami wypłacanymi corocznie, lub zmienne, uzależnione od wartości WIBORu 6-miesięcznego, z odsetkami płaconymi półrocznie. Minimalny zapis musiał opiewać na co najmniej 50 sztuk obligacji o równowartości 5000 zł. Do porównań wybrano detaliczne obligacje skarbowe dwuletnie, ze względu

na fakt stałego oprocentowania. Obligacje skarbowe trzyletnie były brane pod uwagę przy porównaniach z obligacjami o zmiennym oprocentowaniu, gdyż ich rentowność również jest uzależniona od 6-miesięcznego WIBORu. Szczegółowe dane zawiera tab. 5.

Tabela 5

Podstawowe parametry obligacji BZ WBK Leasing SA na tle obligacji skarbowych

Obligacje BZ WBK Leasing				Obligacje skarbowe			
termin		cena emisyjna (zł)	oprocen- towanie	termin		cena emisyjna (zł)	oprocen- towanie
emisji	wykupu			emisji	wykupu		
08.2003	08.2006	100,00	5,25	08.2003	08.2005	100,00	4,75
08.2003	08.2006	100,00	WIBOR + 0,25	08.2003	08.2006	97,50	WIBOR * 0,90
02.2004	02.2007	100,00	6,50	02.2004	02.2006	100,00	6,00
03.2004	03.2007	100,00	6,50	03.2004	03.2006	100,00	6,00
04.2004	04.2007	100,00	6,50	04.2004	04.2006	100,00	6,00
05.2004	05.2007	100,00	WIBOR + 0,10	05.2004	05.2007	99,90	WIBOR * 1,00
05.2004	05.2007	100,00	6,75	05.2004	05.2006	100,00	6,25
08.2004	08.2007	100,00	7,30	08.2004	08.2006	100,00	7,00
08.2004	08.2007	100,00	WIBOR + 0,20	08.2004	08.2007	99,90	WIBOR * 1,00
09.2004	09.2007	100,00	7,30	09.2004	09.2006	100,00	7,00
01.2005	01.2008	100,00	6,25	01.2005	01.2007	100,00	6,10
03.2005	03.2008	100,00	5,25	03.2005	03.2007	100,00	5,40
05.2005	05.2008	100,00	5,25	05.2005	05.2007	100,00	5,10
06.2005	06.2008	100,00	4,40	06.2005	06.2007	100,00	5,00

Źródło: Jak w tab. 4.

Podobnie jak w przypadku siostrzanej spółki oprocentowanie obligacji BZ WBK Leasing SA tylko nieznacznie przekraczało rentowność obligacji skarbowych (w najlepszym wypadku o 50 punktów bazowych), a w niektórych seriach było wręcz niższe. Serie obligacji o zmiennej stopie procentowej także dają tylko trochę większe zyski od walorów skarbowych. Trudno odpowiedzieć na pytanie, czy nieznacznie wyższa zyskowość obligacji obu spółek rekompensuje ryzyko inwestowania w niezabezpieczone papiery pozbawione ratingu.

4.3. Obligacje bankowe

Publiczny rynek obligacji bankowych jest w Polsce płytki. Dość dużo emisji miało miejsce w latach 2002–2003, ale wynikało to z faktu, że kupując wówczas obligacje, można było, wykorzystując pewną lukę w prawie, uniknąć płacenia podatku od zysków kapitałowych. Gdy owa możliwość została zlikwidowana, banki zaprzęstały emisji tych papierów dłużnych. Przeważająca część obligacji bankowych miała poza tym termin wykupu nie przekraczający jednego roku, a więc była raczej konkurencją dla lokat bankowych niż obligacji skarbowych.

Przykładem obligacji, z pomocą których dało się uzyskać korzyści podatkowe, były papiery sprzedawane przez Bank Millenium SA. Walory te były emitowane w ramach programu emisji. Łączna wartość programu mogła wynieść 5 mld zł. Obligacje miały nominal 100 zł, były niezabezpieczone. Minimalna wielkość zapisu wynosiła 50 sztuk. Oprocentowanie obligacji było stałe, odsetki wypłacane jednorazowo wraz z wykupem. Bank gwarantował odkupienie tych obligacji na rynku wtórnym (CeTO) na kilka dni przed ostatecznym terminem wykupu, co pozwalało na niepłacenie podatku od zysków kapitałowych. Dane o niektórych seriach zawiera tab. 6.

Tabela 6

Podstawowe parametry obligacji Banku Millenium SA na tle obligacji skarbowych

Obligacje Banku Millenium				Obligacje skarbowe			
termin		cena emisyjna (zł) ^a	oprocentowanie	termin		cena emisyjna (zł) ^a	oprocentowanie
emisji	wykupu			emisji	wykupu		
11.2003	11.2005	101,10	4,46	11.2003	11.2005	100,00	5,40
11.2003	11.2006	101,62	4,46	11.2003	11.2005	100,00	5,40
12.2003	12.2005	99,98	4,46	12.2003	12.2005	100,00	6,00
12.2003	12.2006	99,97	4,46	12.2003	12.2005	100,00	6,00

^a Cena emisyjna przy zakupie w transzy drobnych inwestorów.

Źródło: Jak w tab. 4.

Przedstawione dane wyraźnie wskazują, że oprocentowanie obligacji banku jest niekonkurencyjne w stosunku do obligacji skarbowych. Dodatkowo niektóre serie miały cenę emisyjną wyższą od nominalnej. Jedynym argumentem przemawiającym za nabyciem tych walorów były korzyści podatkowe.

Na podobnej zasadzie były też emitowane obligacje BZ WBK SA w latach 2002–2003, z tym że termin wykupu niektórych serii upływa dopiero w roku 2008.

Przykładem emisji papierów bankowych, z którymi nie wiążą się korzyści podatkowe, jest seria niezabezpieczonych obligacji pięcioletnich wyemitowanych przez Bank BPH-PBK w listopadzie 2003 r. Minimalna wielkość zapisu wynosiła 10 sztuk obligacji. Ich oprocentowanie jest stałe i wynosi 5,30%, odsetki wypłacane co roku. Cena emisyjna i nominalna były równe i wyniosły 100 zł. Oprocentowanie pięcioletnich obligacji skarbowych emitowanych w listopadzie tego roku wyniosło tylko 4,50%, ale za to ich cena emisyjna wynosiła 96,00 zł (przy nominale 100 zł). Już grudniowa seria pięcioletnich obligacji skarbowych miała rentowność 6,50%, przy cenie emisyjnej 99,90 zł. Zatem również ta oferta obligacji bankowych nie była zbyt atrakcyjna dla inwestorów.

4.4. Obligacje komunalne Miasta Poznania

Obligacje Poznania są emitowane na podstawie programu emisji. Ogólna wartość programu nie może przekroczyć 5 mln zł. Wpływy ze sprzedaży przeznaczone są przede wszystkim na remonty dróg oraz wydatki bieżące. Obligacje mają wartość nominalną 100 zł, jednak przy zakupie pobierana jest opłata subskrypcyjna w wysokości 0,40 zł, co podnosi cenę nabycia. Obligacje są niezabezpieczone, nie posiadają ratingu (czym na poziomie inwestycyjnym BAA może się natomiast poszczycić sam Poznań). Oprocent-

Tabela 7

Podstawowe parametry obligacji Miasta Poznania na tle obligacji skarbowych

Obligacje Miasta Poznania				Obligacje skarbowe			
termin		cena emisyjna (zł) ^a	oprocen-towanie	termin		cena emisyjna (zł) ^a	oprocen-towanie
emisji	wykupu			emisji	wykupu		
10.2003	10.2007	100,40	WIBOR + 0,36	11.2003	11.2006	99,90	WIBOR * 0,98
10.2003	10.2008	100,40	WIBOR + 0,39	11.2003	11.2006	99,90	WIBOR * 0,98
05.2004	05.2009	100,40	WIBOR + 0,42	05.2004	05.2007	99,90	WIBOR * 1,00
06.2005	06.2010	100,40	WIBOR + 0,30	05.2005	05.2008	99,90	WIBOR * 0,99

^a Cena emisyjna uwzględnia opłatę subskrypcyjną.

Źródło: Jak w tab. 4.

towanie jest uzależnione od 6-miesięcznego wskaźnika WIBOR, odsetki wypłacane są co pół roku. Termin zapadalności obligacji wynosi 4 lub 5 lat, jednak ze względu na konstrukcję ich rentowność będzie porównywana do trzyletnich obligacji skarbowych. Obligacje są rozprowadzane za pośrednictwem Banku PeKaO SA, minimalny zapis to 5 sztuk. Szczegółowe dane zawiera tab. 7.

Oprocentowanie obligacji Miasta Poznania jest nieco wyższe niż oprocentowanie obligacji skarbowych. Przewagę tę jednak zmniejsza fakt wyższej ceny emisyjnej tych papierów wartościowych.

PODSUMOWANIE

Jak wynika z niniejszych rozważań, inwestorzy indywidualni mają niewiele możliwości zainwestowania w obligacje nieskarbowe. Jedynie kilka przedsiębiorstw i samorządów lokalnych wyemitowało papiery wartościowe, które mogą być przedmiotem zainteresowania gospodarstw domowych. Rentowność tych walorów była niewiele wyższa niż obligacji skarbowych. Kolejną niedogodnością jest niekiedy konieczność nabycia znacznego pakietu walorów o wartości wynoszącej nawet 5000 zł.

Sytuacja taka najprawdopodobniej nie ulegnie zmianie. Emitenci o dobrej sytuacji finansowej mogą dość łatwo znaleźć tanie źródła finansowania na rynku niepublicznym i w wypadku poszukiwania środków na rynku publicznym nie są skłonni oferować wyższego oprocentowania.

Maciej Dykto

CORPORATE AND MUNICIPAL BONDS AS TREASURY BONDS' ALTERNATIVE FOR INDIVIDUAL INVESTORS

The main purpose of the paper is comparison of corporate and municipal bonds versus treasury bonds on Polish capital market.

Individual investors has had only a few opportunities to invest in non-treasury bonds since 2002. Only several companies and municipalities has issued debt on public market. The papers has not been very attractive, since usually they has yielded not more then 50 basis points over treasuries. Furthermore, investors often have been obliged to buy quite huge (for an average household) amounts of the bonds.