

*Maciej Dykto**

PUBLICZNE EMISJE OBLIGACJI KORPORACYJNYCH W POLSCE

1. WPROWADZENIE

Jedną z metod pozyskiwania kapitału na rozwój przedsiębiorstwa jest emisja obligacji na publicznym rynku papierów wartościowych. Przyjmuje się, że taka forma finansowania firmy posiada wiele zalet: niski koszt, wysoką elastyczność, możliwość uzyskania środków finansowych na długi okres.

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie podstaw prawnych emisji obligacji na rynku publicznym w Polsce, zaprezentowanie zalet i wad tej metody finansowania oraz wstępna analiza dotychczas przeprowadzonych emisji.

2. PODSTAWY PRAWNE EMISJI OBLIGACJI W POLSCE

Prawne podstawy emisji obligacji w Polsce zawarte są w ustawie o obligacjach¹ (dalej w skrócie u.o.). Ustawa ta przewiduje dość liberalne warunki emisji papierów wartościowych przez przedsiębiorstwa. 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 nie tylko przez spółki akcyjne, ale także przez spółki z o.o., przedsiębiorstwa państwowe, spółdzielnie. Należy zwrócić uwagę, że do tej kategorii zaliczają się również banki.

Zgodnie z art. 4 ust 1 u.o. obligacja jest papierem wartościowym, emitowanym w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem

* Dr, adiunkt w Katedrze Finansów i Bankowości UŁ.

¹ Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach, DzU 1995, nr 83, poz. 420 z późniejszymi zmianami.

właściciela obligacji (obligatariusza) i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia.

Artykuł 5 u.o. głosi z kolei, że:

1. Obligacja powinna zawierać w szczególności:

- powołanie podstawy prawnej emisji;
- nazwę (firmę) i siedzibę emitenta, miejsce i numer wpisu do właściwego rejestru albo wskazanie jednostki samorządu terytorialnego, związku tych jednostek lub miasta stołecznego Warszawy, będących emitentem;
- nazwę obligacji i cel jej wyemitowania, jeżeli jest określony;
- wartość nominalną i numer kolejny obligacji;
- opis świadczeń emitenta, ze wskazaniem w szczególności wysokości tych świadczeń lub sposobu ich ustalania, terminów, sposobów i miejsc ich spełniania;
- oznaczenie obligatariusza – przy obligacji imiennej;
- ewentualny zakaz lub ograniczenie zbywania obligacji imiennej;
- datę, od której nalicza się oprocentowanie, wysokość oprocentowania, terminy jego wypłaty i miejsce płatności – jeżeli warunki emisji przewidują oprocentowanie, oraz warunki wykupu;
- zakres i formę zabezpieczenia albo informację o jego braku;
- miejsce i datę wystawienia obligacji;
- podpisy osób uprawnionych do zaciągania zobowiązań w imieniu emitenta, przy czym podpisy te mogą być odtwarzane sposobem mechanicznym.

2. Do obligacji dołącza się arkusz kuponowy oprocentowania, jeśli warunki emisji to przewidują, oraz arkusz wykupu obligacji.

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. Jest to korzystna zmiana w stosunku do wcześniejszych postanowień u.o., które zezwalały na emisję obligacji niezabezpieczonych jedynie większym przedsiębiorstwom. Trzeba zauważyć, że w wypadku podmiotów, cieszących się dobrą renomą, zabezpieczenia nie są zwykle potrzebne; odrębna sytuacja jednak może dotyczyć przedsiębiorstw, mniej znanych na rynku czy też znajdujących się w złej sytuacji finansowej.

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. Tego typu obligacje nie mogą być emitowane poniżej wartości nominalnej i nie mogą być wydawane przed pełną wpłatą.

Uchwała o emisji obligacji zamiennych powinna określać w szczególności:

- zakres przyznawanego prawa oraz warunki jego realizacji, w tym rodzaj akcji wydawanych w zamian za obligacje;

- sposób przeliczenia obligacji na akcje, z tym jednak, że na każdy jeden złoty wartości nominalnej obligacji może przypadać najwyżej jeden złoty wartości nominalnej akcji;

- maksymalną wysokość podwyższenia kapitału akcyjnego w drodze zamiany obligacji na akcje.

Termin zamiany obligacji na akcje nie może być dłuższy niż termin wykupu obligacji.

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.

Emisja obligacji zamiennych lub z prawem pierwszeństwa wymaga zgody walnego zgromadzenia akcjonariuszy spółki (w przeciwieństwie do obligacji zwykłych, gdzie wystarczająca może być decyzja zarządu przedsiębiorstwa).

Ustawa przewiduje możliwość zawarcia z bankiem umowy o reprezentację obligatariuszy wobec emitenta. Jeśli obligacje są zabezpieczone gwarancją lub poręczeniem Skarbu Państwa, zawarcie umowy jest obligatoryjne. Przed nowelizacją ustawy, dokonaną w 2000 r., obowiązek powołania banku-reprezentanta był o wiele szerszy, co sprawiało, że emisje obligacji były dość rzadkie ze względu na wysokie koszty zawarcia umowy.

Bank-reprezentant pełni funkcję przedstawiciela ustawowego obligatariuszy. Do jego obowiązków należy m. in.:

- okresowa analiza sytuacji finansowej emitenta z punktu widzenia jego zdolności do wykonywania obowiązków, wynikających z warunków emisji;

- niezwłoczne zawiadamianie obligatariuszy o sytuacji finansowej emitenta – przed wystąpieniem okoliczności, stanowiących naruszenie obowiązków emitenta, ciążących na nim w ramach emisji – o ile, zdaniem banku-reprezentanta, sytuacja ta stwarza realne zagrożenie dla zdolności wykonywania tych obowiązków przez emitenta;

- niezwłoczne zawiadomienie obligatariuszy o zaistnieniu okoliczności, stanowiących naruszenie obowiązków emitenta wobec obligatariuszy;

- zastosowanie środków, mających na celu ochronę praw obligatariuszy danej emisji oraz niezwłoczne zawiadomienie obligatariuszy o zastosowanych środkach.

Należy zwrócić uwagę, że w wypadku udzielenia gwarancji lub poręczenia przez Skarb Państwa, bank-reprezentant w rzeczywistości działa w celu ochrony interesów SP, gdyż interesy obligatariuszy są chronione gwarancją lub poręczeniem.

Dodatkowe wymogi na emitentów obligacji nakłada ustawa – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (dalej u.p.o.p.w.)². 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 nieoznaczonego adresata. Z obrotem niepublicznym mamy zatem 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.)

Nie istnieje obowiązek wprowadzania do publicznego obrotu obligacji zamiennych oraz obligacji z prawem pierwszeństwa, nawet jeśli ich emitentem jest spółka publiczna. Do publicznego obrotu muszą być jedynie wprowadzone akcje uzyskane po konwersji takich obligacji.

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 o wprowadzenie papierów do obrotu na tzw. rynku nieurzędowym, wystarczy jedynie zawiadomienie Komisji o planowanej emisji. Dopuszczenie do publicznego obrotu w drodze zawiadomienia jest również możliwe wtedy, gdy obligacje są dopuszczane jednocześnie do publicznego obrotu w innym kraju członkowskim Unii Europejskiej.

Niezależnie od sposobu wprowadzenia obligacji do publicznego obrotu emitent zobowiązany jest przedstawić inwestorom prospekt emisyjny³, czyli dokument, zawierający informacje niezbędne do oceny emitowanych papierów wartościowych. Prospekt powinien składać się z następujących części:

- wstęp;
- podsumowanie i czynniki ryzyka;
- osoby odpowiedzialne za informacje zawarte w prospekcie;
- dane o emisji;
- dane o emitencie;
- dane o działalności emitenta;
- oceny i perspektywy rozwoju emitenta;

² Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, DzU 1997, nr 118, poz. 754 z późniejszymi zmianami.

³ Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 11 sierpnia 2004 r. w sprawie szczegółowych warunków, jakim powinien odpowiadać prospekt emisyjny oraz skrót prospektu, DzU 2004, nr 186, poz. 1921.

- dane o organizacji emitenta, osobach zarządzających, osobach nadzorujących oraz znacznych akcjonariuszach;
- sprawozdania finansowe;
- informacje dodatkowe;
- załączniki.

Największą trudność oraz koszt stanowi sporządzenie sprawozdań finansowych. Należy jednak zwrócić uwagę, że wszystkie spółki akcyjne są zobowiązane do sporządzania sprawozdań i poddawania ich badaniu przez biegłego rewidenta, a więc w ich wypadku dodatkowe koszty mogą być stosunkowo niewielkie.

Czynnikiem, który pozwala dodatkowo obniżyć koszty sporządzania prospektu emisyjnego przy publicznej subskrypcji papierów dłużnych, są programy emisji obligacji. Polegają one na tym, że na podstawie jednego prospektu emisyjnego, którego ważność może wynosić nawet 5 lat, wprowadza się do publicznego obrotu wiele serii obligacji. Przy emisji poszczególnych serii lub transz tych walorów wymagana jest jedynie publikacja skróconego prospektu, zawierającego o wiele mniejszą ilość informacji, niż dokument podstawowy.

3. KORZYŚCI I KOSZTY WYNIKAJĄCE Z PUBLICZNEJ EMISJI OBLIGACJI

Pozyskiwanie kapitału poprzez publiczną emisję obligacji jest traktowane jako alternatywa dla innych rodzajów finansowania, w szczególności kredytów bankowych oraz emisji obligacji na rynku niepublicznym.

Podstawowym czynnikiem, który stanowi o atrakcyjności rynku publicznego, jest fakt, że inwestorami mogą być niemal wszystkie podmioty, działające na rynku kapitałowym. W wypadku kredytów inwestorami są z natury rzeczy jedynie banki; na rynku prywatnym grono nabywców papierów wartościowych również jest ograniczone do stosunkowo niewielu instytucji finansowych. Na rynku publicznym tych ograniczeń nie ma: walory mogą być nabywane m. in. przez otwarte fundusze inwestycyjne i emerytalne oraz osoby fizyczne, dla których to podmiotów rynek niepubliczny jest z kolei niemal zamknięty. Istnienie wielu nabywców powoduje, że potencjalny popyt na obligacje jest wysoki, a co za tym idzie, koszty finansowania mogą (choć nie muszą) być znacząco niższe niż w wypadku alternatywnych form finansowania.

Badania empiryczne dowodzą, że oprocentowanie obligacji korporacyjnych może być atrakcyjne z punktu widzenia emitenta. F. J. Fabozii⁴ 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 pkt baz. natomiast dla papierów z ratingiem BBB 83–182 pkt baz. (dane za rok 1992). Wynika z tego, że obligacje są dość tanim źródłem kapitału w USA.

⁴ F. J. Fabozii, *Rynki obligacji. Analiza i strategie*, WIG-Press, Warszawa 2000, s. 183.

Skąpe dane⁵, dotyczące rynku polskiego, również sugerują, że koszt finansowania za pomocą obligacji jest niższy niż koszty kredytu. Przeprowadzone symulacje wskazały, że rentowność obligacji przedsiębiorstw niebankowych, mierzona za pomocą wewnętrznej stopy zwrotu IRR, była niższa niż kredytów bankowych o 29–165 pkt baz. przy założeniu, że kredyt jest oprocentowany według stopy WIBOR 3M + 1,5 pkt proc. W wypadku przyjęcia wyższej marży ponad WIBOR, ta różnica jeszcze bardziej wzrastała na korzyść obligacji. Gwoli ścisłości należy dodać, że zdarzały się również takie emisje, gdzie koszt obligacji był wyższy od kosztu kredytu.

Znaczącym problemem, z którym muszą się zmierzyć emitenci jest fakt, że procedura pozyskiwania kapitału za pomocą emisji obligacji jest bardziej skomplikowana niż zaciągnięcie kredytu. W związku z tym konieczna jest współpraca z wieloma podmiotami zewnętrznymi: agentem emisji (bankiem lub biurem maklerskim), kancelarią prawną, subemitentem usługowym lub inwestycyjnym, agencją ratingową. Usługi tych podmiotów mogą być dość drogie, co przekłada się na koszty początkowe. Przykładowe koszty, poniesione przez emitentów na polskim rynku, przedstawia tabela 1.

Tabela 1. Koszty przeprowadzenia emisji obligacji na rynku publicznym

Emitent	TP SA	Capital Partners SA	Ventus SA	BZ WBK Finanse & Leasing SA
Wartość subskrybowanych obligacji (tys. PLN)	292 274,5	18 000,0	21 149,2	88 000,0
Koszty przygotowania prospektu emisyjnego; w tym doradztwa (tys. PLN)	–	132,5	65,5	152,0
Koszty przygotowania i przeprowadzenia oferty (tys. PLN)	645,0	12,2	115,9	15,0
Koszty promocji oferty (tys. PLN)	–	–	4,8	–
Koszty administracyjne (tys. PLN)	–	–	–	89,0
Koszty razem (tys. PLN)	645,0	146,3	186,2	256,0
Udział kosztów we wpływach z emisji (%)	0,22	0,81	0,88	0,29

Źródło: opracowanie własne na podstawie: S. Thiel, T. Zwoliński, *Akcje i obligacje korporacyjne w publicznym obrocie papierami wartościowymi*, KPWiG, Warszawa 2004, s. 203 i n.

⁵ S. Thiel, T. Zwoliński, *Akcje i obligacje korporacyjne w publicznym obrocie papierami wartościowymi*, KPWiG, Warszawa 2004, s. 230.

Jak wynika z danych zawartych w tabeli 1, koszty przeprowadzenia emisji obligacji nie są w praktyce zbyt wysokie, nie przekraczają stawek prowizji od udzielenia kredytów bankowych. W tabeli 1 zostały przedstawione koszty poniesione jedynie przez wybranych emitentów, w przypadku innych emisji mogą być one wyższe. W szczególności na podwyższenie kosztów może wpłynąć konieczność uzyskania ratingu oraz zawarcia umowy o subemisję usługową lub inwestycyjną.

Rating, czyli ocena wiarygodności kredytowej emitenta, jest sprawą kluczową z punktu widzenia wielu inwestorów (przede wszystkim indywidualnych), którzy często nie są w stanie z powodu braku umiejętności lub czasu samodzielnie ocenić jakości oferowanych im papierów wartościowych. Wielu inwestorów obejmuje z kolei zakaz nabywania papierów wartościowych, nieposiadających ratingu na poziomie inwestycyjnym. Koszty przeprowadzenia ratingu na rynku polskim mogą wynosić kilkadziesiąt tysięcy złotych, ale wydaje się, że jest to wydatek opłacalny, gdyż znacznie poszerza się dzięki niemu grono potencjalnych inwestorów.

Umowa o subemisję daje pewność emitentowi, że obligacje zostaną objęte, gdyż niezależnie od popytu, zgłoszonego na rynku, zostaną nabyte przez subemitenta; jest to gwarancja dla emitenta, że na pewno uda się pozyskać zaplanowany kapitał. Z drugiej jednak strony koszty usługi subemisji mogą być dość wysokie. Subemitent zwykle będzie bowiem domagać się, aby ustalić cenę emitowanych obligacji na niskim poziomie w celu minimalizacji własnego ryzyka – przy niskiej cenie popyt rynkowy będzie zapewne wysoki, a więc subemitent nie będzie musiał angażować własnego kapitału.

Mimo wymienionych tutaj kosztów, pozyskiwanie środków za pomocą publicznej subskrypcji obligacji jest zazwyczaj tańsze niż korzystanie z kredytu bankowego; banki pobierają wiele opłat: oprócz prowizji za udzielenie kredytu, mogą to być prowizja za gotowość, za uruchomienie kredytu, za wcześniejszą spłatę i wiele innych. Dodatkowo banki narzucają wysoką marżę na pozyskane od deponentów środki; w wypadku emisji obligacji marżę tą mogą podzielić się eminent i inwestorzy.

Innymi zaletami finansowania za pomocą obligacji jest większa elastyczność niż w wypadku kredytów bankowych. Emitent papierów wartościowych może dość swobodnie ustalić termin sprzedaży i wielkość poszczególnych transz lub serii obligacji, w zależności od własnych potrzeb. Termin wykupu również można ustalić w zależności od potrzeb: wykup jednorazowy, wykup transzami, w drodze losowania. Emitent może sobie zastrzec dodatkowo możliwość przedterminowego wykupienia obligacji, co jest opcją szczególnie opłacalną w przypadku spadku rynkowych stóp procentowych.

Obligacje mogą być emitowane na terminy dłuższe niż kredyty bankowe. Na rynku amerykańskim powszechnie spotyka się obligacje 30-letnie.

Uzyskanie tak długoterminowego kredytu inwestycyjnego jest dość trudne ze względu na strukturę terminową depozytów w bankach.

Kolejną zaletą obligacji jest możliwość pozyskania za ich pomocą większego kapitału niż za pomocą kredytu. Nabywcami obligacji mogą być niemal wszystkie podmioty, więc popyt na te papiery wartościowe jest potencjalnie bardzo wysoki. Wielkość kredytów bankowych jest ograniczana przez normy ostrożnościowe, a zatem otrzymanie dużego kredytu jest bardzo utrudnione, często wymaga powołania konsorcjum bankowego, co podnosi koszty kredytu.

Za pomocą obligacji można również zdobyć kapitał na przedsięwzięcia o wysokim poziomie ryzyka, w wypadku których banki odmawiają kredytowania. Na rynku kapitałowym znajdują się natomiast inwestorzy gotowi zaakceptować podwyższone ryzyko, oczekując oczywiście w zamian zwiększonej rentowności obligacji (tzw. obligacje tandetne czy śmieciowe).

Jedną z wad obligacji jest ryzyko, że przedsiębiorstwo nie pozyska zaplanowanego kapitału, gdyż inwestorzy nie będą zainteresowani nabyciem proponowanych im papierów wartościowych. Ryzyko to można zmniejszyć poprzez wspomniane wyżej uzyskanie ratingu lub zawarcie umowy o subemisję.

Do wad finansowania na publicznym rynku kapitałowym należy zaliczyć konieczność opublikowania wielu informacji o przedsiębiorstwie, wprowadzającym swoje papiery wartościowe do publicznego obrotu. Niektóre firmy nie są przygotowane do działania przy „podniesionej kurtynie” i w związku z tym nie będą też chciały oferować swoich obligacji na rynku publicznym.

4. EMISJE OBLIGACJI KORPORACYJNYCH NA RYNKU PUBLICZNYM W LATACH 2002–2004

Publiczny rynek obligacji korporacyjnych 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 przedsiębiorstw. Przed 2002 r. debiutowały jedynie papiery spółki leasingowej Clif (która 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, co można zapewne po części wiązać ze złagodzeniem rygorów stawianych przez ustawę o obligacjach. Syntetyczne dane za lata 2002–2004 są przedstawione w tabelach 2, 3 i 4.

Tabela 2. Emisje obligacji korporacyjnych na rynku publicznym w roku 2002

Rodzaj spółki	Liczba ofert	Wartość emisji w PLN	Średnia wartość emisji w PLN
Publiczna	8	1 861 079 969	232 634 996
Nowa	3	104 149 185	34 716 395
Razem	11	1 965 229 154	178 657 196

Źródło: www.kpwig.gov.pl

Tabela 3. Emisje obligacji korporacyjnych na rynku publicznym w roku 2003

Rodzaj spółki	Liczba ofert	Wartość emisji w PLN	Średnia wartość emisji w PLN
Publiczna	47	4 407 934 492	93 785 840
Nowa	10	974 695 686	97 469 569
Razem	57	5 382 630 178	94 432 108

Źródło: www.kpwig.gov.pl

Tabela 4. Emisje obligacji korporacyjnych na rynku publicznym w roku 2004 (do 25.10.)

Rodzaj spółki	Liczba ofert	Wartość emisji w PLN	Średnia wartość emisji w PLN
Publiczna	14	403 944 828	28 853 202
Nowa	8	323 537 266	40 442 158
Razem	22	727 482 094	33 067 368

Źródło: www.kpwig.gov.pl

Jak wynika z tych danych, rynek obligacji korporacyjnych osiągnął całkiem spore rozmiary w 2002 r. i 2003 r. Sprzedano wówczas obligacje odpowiednio za niemal 2 mld PLN i ponad 5,3 mld PLN. Były to duże kwoty, zwłaszcza w porównaniu z emisją akcji przez spółki publiczne (575 mln PLN w 2002 r. i 1472 mln PLN w 2003 r.)⁶.

Jednak już w roku 2004 wartość emisji obligacji korporacyjnych spadła do kwoty niewiele przekraczającej 700 mln PLN (do 25 października) przy emisji akcji na poziomie 2760 mln PLN⁷. Przyczyna tego załamania jest widoczna po sprawdzeniu, jakie obligacje dominowały w ogólnej puli wyemitowanych papierów. Większość stanowiły obligacje bankowe, co obrazuje tabela 5.

⁶ www.kpwig.gov.pl⁷ *Ibidem*.

Tabela 5. Emisje obligacji bankowych na rynku publicznym w latach 2002–2004

Rok	Bank	Liczba ofert	Wartość emisji w mln PLN
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

Źródło: szacunki własne na podstawie S. Thiel, T. Zwoliński, *op. cit.*, s. 223–229 oraz www.kdpw.com.pl

Obligacje te 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, zatem ich popularność gwałtownie spadła i większość banków w ogóle zrezygnowała z ich sprzedaży.

Wpływy z emisji obligacji, przeprowadzonych przez przedsiębiorstwa niebankowe, zaprezentowane są w tabeli 6.

Tabela 6. Emisje niebankowych obligacji korporacyjnych na rynku publicznym w latach 2002–2004

Rok	Emitent	Liczba ofert	Wartość emisji w mln PLN
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

Tabela 6 (cd.)

Rok	Emitent	Liczba ofert	Wartość emisji w mln PLN
2003	Bauma SA (zamienne)	1	1,9
	BZ WBK Finanse & Leasing SA	1	88,0
	BZ WBK Leasing SA	2	199,8
	Chi Polska SA	1	13,9
	Europejski Fundusz Hipoteczny SA	1	16,0
	Netia SA (z prawem pierwszeństwa)	3	0,5
	Razem	10	320,1
2004	Brok Strzelec SA (zamienne)	1	15,0
	Brok Strzelec SA	1	29,7
	BZ WBK Finanse & Leasing SA	4	100,1
	BZ WBK Leasing SA	8	249,3
	MCI SA (zamienne)	1	10,0
	Razem	15	404,1

Źródło: jak do tabeli 5.

Jak wynika z powyższych 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 w sumie osiągały wartość 400 mln PLN rocznie, co nie jest kwotą znaczącą w skali całej gospodarki. Należy zauważyć, że 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 lub Chi Polska SA.

Przykładem firm, które potrafią skorzystać z publicznej emisji obligacji, są spółki z grupy kapitałowej Banku Zachodniego WBK SA: BZ WBK Leasing SA oraz BZ WBK Finanse & Leasing SA.

BZ WBK Leasing SA⁸ korzysta z programu emisji obligacji od 2003 r. W ramach tego programu mogą być emitowane niezabezpieczone obligacje o terminie zapadalności 2, 3, 4 lub 5 lat. Łączna emisja zaplanowana jest na 10 mln obligacji o wartości nominalnej 100 PLN, czyli całkowita wartość programu wynosi 1 mld PLN. Środki, pozyskane z emisji, przeznaczone są na finansowanie działalności statutowej, czyli zakup środków, oddawanych

⁸ www.leasing24.pl

później w leasing; pozyskane środki mogą być też wykorzystane do spłaty zobowiązań, w szczególności na wykup wcześniejszych serii obligacji. Planowane całkowite koszty (oprócz odsetkowych) przeprowadzenia programu wynoszą 14,6 mln PLN, co stanowi 1,46% wpływów. Obligacje są rozprowadzane za pośrednictwem Domu Maklerskiego Banku BZ WBK SA i są dostępne dla wszystkich inwestorów. Walory są notowane na rynku wtórnym pozagiełdowym, tj. na CeTO.

W roku 2003 wyemitowano 2 serie obligacji o łącznej wartości 199,8 mln PLN, natomiast w 2004 r. 8 serii o łącznej wartości 249,3 mln PLN. Wszystkie papiery z poszczególnych serii miały 3-letni termin wykupu. Cena emisyjna była zawsze równa nominalnej; oprocentowanie obligacji o stałym oprocentowaniu w zależności od serii wynosiło od 5,25% do 7,30%; zmienne oprocentowanie zastosowano w wypadku trzech serii i jest oparte o stawkę WIBOR 6M + marża od 10 do 20 pkt baz.

Program emisji obligacji **BZ WBK Finanse & Leasing SA**⁹ jest bardzo podobny. Rozpoczął się w roku 2004¹⁰. Ogólna wartość programu wynosi 2 mld PLN (20 mln obligacji o nominale 100 PLN każda). Termin wykupu obligacji nie może przekraczać 10 lat. Wpływy z emisji przeznaczone są na zakup przedmiotów, oddawanych w leasing. Koszty prognozowane wynoszą 20,1 mln PLN, co stanowi 1% planowanych wpływów. Dystrybucją walorów zajmuje się DM BZ WBK SA, są one dostępne dla wszystkich nabywców. Rynkiem wtórnym jest CeTO.

W roku 2004 sprzedano 4 serie obligacji o łącznej wartości 100,1 mln PLN; wszystkie serie mają termin wykupu, wynoszący 3 lata, oprocentowanie każdej serii jest stałe i wynosi od 7% do 7,25%; cena emisyjna była równa nominalnej.

Jak wynika z powyższego przykładu, finansowanie za pomocą publicznej emisji obligacji może być korzystne dla emitenta: koszty przeprowadzenia emisji są niezbyt wysokie, także stopa oprocentowania obligacji (biorąc pod uwagę, że są to obligacje niezabezpieczone) jest niska. Pewien kłopot sprawia fakt, że popyt na poszczególne serie wahał się: nie każdą serię udało się rozprowadzić w całości, a więc wpływy mogły być w niektórych okresach niższe od zaplanowanych.

Poza spółkami z grupy BZ WBK SA trudno jest wskazać inne przedsiębiorstwa niebankowe, które równie konsekwentnie finansowałyby się na publicznym rynku papierów dłużnych. Pojawiały się oferty obligacji zamiennych lub oferty, nieprzeznaczone dla przeciętnych inwestorów.

Przykładowo w 2002 r. Telekomunikacja Polska SA¹¹ dokonała emisji 600 szt. obligacji o wartości nominalnej aż 500 tys. PLN każda. Cena

⁹ *Ibidem*.

¹⁰ W 2003 r. BZ WBK F & L SA sprzedał obligacje poza niniejszym programem o wartości 88 mln PLN.

¹¹ S. Thiel, T. Zwoliński, *op. cit.*, s. 203 oraz www.dns.ceto.pl

emisyjna wynosiła 97,4% wartości nominalu, kupon odsetkowy wynosi 7,25%, termin wykupu zaś przypadał w grudniu 2005.

Z kolei spółka Ventus SA¹² przeprowadziła dość nietypową emisję obligacji. Wpływy z emisji zostały przeznaczone na zakup akcji spółek, niedopuszczonych do publicznego obrotu (np. PZU SA). Oprocentowanie obligacji jest uzależnione od zysków, jakie przyniosą poczynione inwestycje i będzie znane dopiero w momencie wykupu obligacji (wrzesień 2007). Ze względu na bardzo wysokie ryzyko, inwestorzy nabyli tylko 223 tys. obligacji o wartości nominalnej i emisyjnej 95 PLN (planowano sprzedaż 2,5 mln walerów).

5. PODSUMOWANIE

Jak wynika z zaprezentowanych wcześniej rozważań, finansowanie za pomocą emisji obligacji na rynku publicznym nie jest powszechnie spotykane wśród polskich przedsiębiorstw. Z możliwości tej korzystały przede wszystkim banki w latach 2002–2003; było to spowodowane głównie wymaganiami deponentów, którzy dzięki inwestowaniu w obligacje mogli uniknąć podatku od zysków kapitałowych.

Przedsiębiorstwa niebankowe niemal w ogóle nie korzystają z możliwości zaciągnięcia długu na publicznym rynku papierów wartościowych. Jest to zjawisko trudne do wytłumaczenia, gdyż koszty finansowania w tej formie są zwykle niższe niż koszty kredytów bankowych. Dodatkową zaletą jest o wiele większa elastyczność obligacji niż kredytów. Także znaczne złagodzenie wymagań, stawianych przez ustawę o obligacjach, powinno zachęcać do śmielszego wejścia na rynek kapitałowy. Dość skomplikowane procedury, związane z emisją długoterminowych papierów dłużnych, nie powinny odstraszać emitentów, gdyż wykonanie większości formalności może być zlecone podmiotom zewnętrznym.

Odpowiedź na pytanie, dlaczego przedsiębiorcy nie poszukują kapitału na publicznym rynku obligacji, wymagać będzie dalszych badań. Można przypuszczać, że jednym z czynników jest stosunkowa łatwość emisji obligacji na rynku prywatnym, a z drugiej strony niechęć do ujawniania zbyt wielu informacji o przedsiębiorstwie.

¹² www.ventus.net.pl

*Maciej Dykto***CORPORATE BONDS ISSUES ON POLISH CAPITAL MARKET**

(Summary)

The main purpose of the paper was description and analysis of public market of corporate bonds in Poland.

The market does not develop very rapidly: bonds were issued on larger scale only since 2002, before the date the market was nonexistent. Issues amounted to 2 bln PLN in 2002, 5,3 bln PLN in 2003 and dropped to 700 mln PLN in 2004.

In 2002 and 2003 the market was dominated by bank bonds which gained about 75–80% of total capital. Bank bonds were popular during that period, because of exemption from capital gain tax. In 2004 the exemption ceased to exist, so banks debentures became less popular.

Other corporate bonds issues were very small, they totaled to 200–400 mln PLN in 2002–2004. The reluctance to public bond market is hard to explain since costs of debentures are usually lower than bank loans. Also Polish law encourages companies to finance on public market.