

# Bożena Kołosowska, Michał Buszko

---

## Obligacje korporacyjne jako źródło finansowania małych i średnich przedsiębiorstw : uwarunkowania, ryzyko, rozwój

---

Ekonomiczne Problemy Usług nr 80, 297-309

---

2011

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej [bazhum.muzhp.pl](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

BOŻENA KOŁOSOWSKA

MICHAŁ BUSZKO

Uniwersytet Mikołaja Kopernika

**OBLIGACJE KORPORACYJNE JAKO ŹRÓDŁO FINANSOWANIA  
MAŁYCH I ŚREDNICH PRZEDSIĘBIORSTW  
– UWARUNKOWANIA, RYZYKO, ROZWÓJ**

**Wprowadzenie**

Obligacje są jednym z najważniejszych i najpowszechniej wykorzystywanych rodzajów dłużnych instrumentów finansowych rynku kapitałowego. Wymienione papiery wartościowe służą do pozyskania kapitału w formie długu, przede wszystkim na średni lub długi termin, a ich emitentami są zwykle państwa, korporacje międzynarodowe, średnie i duże przedsiębiorstwa, banki oraz jednostki samorządu terytorialnego. W praktyce instrumenty te mogą charakteryzować się prostą konstrukcją, która potwierdza tylko nominalną wartość zadłużenia oraz naliczanych odsetek lub dyskonta. Mogą one funkcjonować również w postaci złożonej, dając dodatkowe uprawnienia (obligacje zamienne, odwrotne obligacje zamienne, obligacje wymienne, obligacje z prawem pierwszeństwa, obligacje o indeksowanym nominale, obligacje o odwróconym oprocentowaniu zmiennym, obligacje oszczędnościowe). Współcześnie obligacje używane są również jako podstawowa forma finansowania procesów sekurytyzacji, a także jako instrumenty strukturyzacji ryzyka kredytowego. Często stosowane są one również do tworzenia innowacyjnych, ale i złożonych produktów strukturyzowanych. Nowe typy i konstrukcje obligacji, połączone z nowymi formami ich obrotu, jak np. Catalyst w Polsce, zaczęły przyciągać na rynek instrumentów dłużnych coraz to nowe grupy inwestorów oraz zachęcają do emisji coraz szersze grono podmiotów. Biorąc pod uwagę utrzymujące się w Polsce od wielu lat dodatnie tempo zmiany PKB, zwiększające się zapotrzebowanie na kapitał w przedsiębiorstwach, a także widoczne od 2008 roku ograniczenie aktywności kredytowej banków komercyjnych, będące konsekwencją kryzysu *subprime*, można wnioskować, iż jedną z grup, która może z powodzeniem wykorzystać rynek obligacji do finansowania zarówno bieżącej działalności, jak i długoterminowego rozwoju, a także strategicznego zarządzania strukturą kapitału są małe i średnie przedsiębiorstwa. Podmioty te stanowią obecnie główną grupę odbiorców kredytów gospodarczych w sektorze bankowym. Niemniej w warunkach zaostrzenia polityki kredytowej, ograniczania przez banki ekspozycji na ryzyko oraz akumulacji kapitału mogą

one szybciej niż duże korporacje zostać pozbawione odpowiedniego finansowania bankowego. Korzystnym rozwiązaniem może być w takiej sytuacji pozyskanie kapitału z innych, alternatywnych źródeł, w tym bezpośrednio z rynku kapitałowego.

Niniejsze opracowanie ma na celu wskazanie uwarunkowań emisji, a także dokonanie oceny korzyści, kosztów i zagrożeń wynikających z emisji obligacji korporacyjnych w bieżących warunkach rynkowych. Analizie poddane zostaną również warunki zastosowania rozważanych instrumentów w małych i średnich przedsiębiorstwach. Przedmiotem badań będą również emisje obligacji przedsiębiorstw sfery realnej, w tym podmiotów małych i średnich przeprowadzane w latach 2010–2011 na rynku Catalyst.

## 1. Obligacje korporacyjne jako instrumenty finansowe rynku kapitałowego

Obligacje, z wyjątkiem instrumentów Skarbu Państwa oraz NBP, emitowane są w Polsce na podstawie ustawy o obligacjach<sup>1</sup>. Rozważany akt prawny definiuje pojęcie obligacji, charakteryzuje podmioty uprawnione oraz zasady emisji, opisuje podstawowe konstrukcje, a także precyzuje prawa i obowiązki wynikające z poszczególnych typów obligacji, w tym zwłaszcza obowiązki sprawozdawczo-informacyjne<sup>2</sup>. Generalnie, według wspomnianej ustawy, obligacje mogą być emitowane jedynie przez cztery grupy jednostek (posiadające osobowość prawną podmioty prowadzące działalność gospodarczą i spółki komandytowo-akcyjne<sup>3</sup>, jednostki samorządu terytorialnego, międzynarodowe instytucje finansowe, podmioty posiadające osobowość prawną i uprawnione do emisji na mocy innych ustaw). Ustawa o obligacjach dopuszcza funkcjonowanie tych instrumentów zarówno w tradycyjnej formie papierowej, jak i w postaci niematerialnej. W tym drugim przypadku KDPW SA, bank lub dom maklerski musi prowadzić ich ewidencję. Zdematerializowana postać obligacji wymaga sporządzenia warunków emisji zawierających m.in.: cel i wielkość emisji, wartość nominalną oraz cenę emisyjną obligacji, warunki wykupu, warunki wypłaty oprocentowania, wysokość i formę zabezpieczenia, wartość dotychczas zaciągniętych zobowiązań oraz perspektywę kształtowania zobowiązań do momentu wykupu obligacji, ocenę zdolności emitenta do wywiązywania się z zobowiązań obligacyjnych, zasady przeliczania świadczenia niepieniężnego na pieniężne. Emitent może określić w warunkach emisji minimalną liczbę obligacji, których subskrybowanie jest wymagane w celu dojścia emisji do skutku (próg emisji). Gdy emitentem jest spółka akcyjna albo spółka z ograniczoną odpowiedzialnością, próg ten musi być obowiązkowo określony zarówno w warunkach, jak i uchwale o emisji obligacji. Jeżeli obligacje są dopuszczone do obrotu publicznego lub

<sup>1</sup> Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach, DzU 1995, nr 83 poz. 420, z późn. zm.

<sup>2</sup> Ustawa o obligacjach dopuszcza emisję: obligacji gwarantujących świadczenia pieniężne i niepieniężne (w tym uprawniające do zysku emitenta), obligacji zamiennych na akcje, obligacji z prawem pierwszeństwa oraz obligacji przychodowych (w ograniczonym zakresie).

<sup>3</sup> Do emitowania obligacji uprawnione są również spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe i Krajowa Spółdzielcza Kasa Oszczędnościowo-Kredytowa, które prowadzą działalność gospodarczą o charakterze niezarobkowym.

wprowadzane na rynek regulowany, emitent musi przygotować prospekt emisyjny lub memorandum informacyjne, podobnie jak to ma miejsce w przypadku emisji akcji. Według polskiego prawa świadczenia przysługujące obligatariuszom z tytułu wyemitowanych obligacji mogą mieć charakter pieniężny (odsetki lub dyskonto) bądź też niepieniężny (zamianę na akcje lub przyznanie prawa pierwszeństwa objęcia akcji nowej emisji). Ustawa o obligacjach nie narzuca formy prawnej emitenta obligacji, minimalnego progu emisji, minimalnej wartości kapitału własnego ani minimalnego lub maksymalnego okresu wykupu obligacji. W tym ostatnim przypadku ustawa o obligacjach dopuszcza emisję papierów wartościowych o okresie wykupu poniżej roku, a więc zaliczanych do grupy instrumentów krótkoterminowych, ale jednocześnie nie zezwala na emisję obligacji wieczystych, a więc nieposiadających wyznaczonego z góry terminu wykupu. Rozważany akt prawny umożliwia również emisję obligacji przychodowych, w których obligatariusze otrzymują prawo do zaspokojenia swoich roszczeń z przychodów lub majątku przedsięwzięcia finansowanego za pomocą obligacji, jednakże jednocześnie zawęża on grupę podmiotów uprawnionych do ich emisji do przedsiębiorstw zaspokajających potrzeby społeczności lokalnych lub wykonujących zadania z zakresu użyteczności publicznej bądź świadczących usługi w zakresie transportu, komunikacji oraz utrzymania i rozwoju infrastruktury komunikacyjnej bądź transportowej.

Na koniec 2011 roku rentowność inwestorów z tytułu inwestycji w obligacje korporacyjne, w zależności od rodzaju emitenta, jego kondycji finansowej oraz zabezpieczenia, kształtowała się najczęściej w przedziale od ok. 8% do 15%, przy czym na rynku spotykane było zarówno oprocentowanie stałe, jak i zmienne ustalone według formuły WIBOR3M lub WIBOR 6M plus marża<sup>4</sup>.

## 2. Formy emisji obligacji korporacyjnych

Obligacje podmiotów gospodarczych w Polsce mogą być emitowane poprzez publiczne proponowanie nabycia określone w ustawie o ofercie publicznej i warunkach wprowadzenia instrumentów do zorganizowanego systemu obrotu, o spółkach publicznych lub poprzez ofertę prywatną (*private placement*)<sup>5</sup>.

Pierwszy sposób emisji polega na proponowaniu odpłatnego nabycia obligacji w dowolny sposób, jeżeli propozycja jest skierowana do co najmniej 100 osób lub do nieoznaczonego adresata. Proponowanie takie może odbywać się wyłącznie w drodze oferty publicznej, która wymaga sporządzenia prospektu emisyjnego (lub memorandum informacyjnego) zatwierdzenia go przez Komisję Nadzoru Finansowego oraz udostępnienia go do publicz-

<sup>4</sup> Zob. *Oferty publiczne obligacji*, <http://www.corporatebonds.pl/category/oferty/oferty-publiczne> (15.11.2011) i *Oferty niepubliczne obligacji*, <http://www.corporatebonds.pl/category/oferty/oferty-niepubliczne> (15.11.2011).

<sup>5</sup> Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzenia instrumentów do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, DzU nr 184, poz. 1539, z późn. zm.

nej wiadomości<sup>6</sup>. Obligacje oferowane w ramach oferty publicznej wprowadzane są do obrotu na rynku regulowanym lub notowane są w ramach alternatywnego systemu obrotu. Przeprowadzenie oferty publicznej możliwe jest po zawarciu umowy z domem lub biurem maklerskim, które będzie pełniło funkcję podmiotu oferującego. Zadaniem tego podmiotu jest przygotowanie oraz poprowadzenie procesu emisji, a także koordynowanie działań innych podmiotów uczestniczących w procesie, np.: firm konsultingowych, kancelarii prawnych, audytora, agencji reklamowych etc. Oferujący zasadniczo będzie przyjmował zapisy na obligacje w swoich placówkach, może jednak utworzyć w tym celu konsorcjum dystrybucyjne<sup>7</sup>.

Drugi sposób emisji polega na oferowaniu obligacji wybranej grupie docelowych klientów, którzy poszukują podwyższonej rentowności inwestycji przy relatywnie niskim poziomie ryzyka. Rozważana oferta, kierowana do prywatnych klientów, jest przeważnie tańsza, mniej pracochłonna oraz szybsza do przeprowadzenia na tle oferty publicznej (nie wymaga sporządzenia prospektu/memorandum, a jedynie warunków emisji). Niemniej charakteryzuje się wyższym ryzykiem organizacyjnym oraz mniejszą transparentnością i płynnością. Oferta jest uznana za przyjętą, gdy inwestor złoży oświadczenie woli oraz opłaci obejmowane obligacje<sup>8</sup>. Zazwyczaj wymaga się, aby inwestor zakupił pakiet nie mniejszy niż limit wymagany przez emitenta. Ponieważ obligacje funkcjonują w praktyce przede wszystkim w formie zdematerializowanej, stąd prowadzona będzie dla nich specjalna ewidencja w banku, domu maklerskim lub KDPW SA. Ostatni z wymienionych podmiotów może prowadzić również depozyt obligacji zgodnie z przepisami ustawy o obrocie instrumentami finansowymi<sup>9</sup>. Podmiot prowadzący ewidencję lub depozyt będzie zajmował się obsługą obligatariuszy w zakresie praw wynikających z obligacji.

### 3. Cele emisji obligacji korporacyjnych

Emisje obligacji korporacyjnych służą do pozyskania kapitału obcego, który może finansować rozwój firmy (zakup operacyjnych aktywów trwałych), działalność bieżącą (zakup aktywów obrotowych) oraz restrukturyzację pasywów (tzn. służyć do spłaty wcześniejszych długów). W tym ostatnim przypadku emisja może cieszyć się mniejszym zainteresowaniem inwestorów, ponieważ nie będzie wprost przekładała się na wzrost zysków i rozwój firmy. Generalnie w procesie emisji rozważanych instrumentów powinien zostać określony jej cel, chociaż w przypadku emisji prywatnych emitent nie musi tego celu podawać. Brak wskazania celu będzie zwiększał ryzyko inwestycyjne obligacji i stąd będzie

---

<sup>6</sup> Ofertą publiczną jest udostępnianie co najmniej 100 osobom lub nieoznaczonemu adresatowi w dowolnej formie i w dowolny sposób informacji o papierach wartościowych i warunkach dotyczących ich nabycia, stanowiących dostateczną podstawę do podjęcia decyzji o odpłatnym nabyciu tych papierów wartościowych.

<sup>7</sup> Zob. *Oferta publiczna i prywatna*, Catalyst, <http://gpwcatalyst.pl/1239#top> (15.11.2011).

<sup>8</sup> *Ibidem*.

<sup>9</sup> Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, DzU 2005, nr 183 poz. 1538.

powodował konieczność ustanowienia dodatkowych zabezpieczeń obligacji lub będzie powodował podwyższenie ich oprocentowania. Rozważając sposoby wykorzystania obligacji korporacyjnych, należy również wskazać na możliwość ich zastosowania do strategicznego zarządzania strukturą kapitału firmy. Dzięki nim emitent może kształtować, jak również utrzymywać w długim horyzoncie pożądane proporcje pomiędzy kapitałem własnym i obcym, a tym samym minimalizować koszt kapitału i zwiększać wartość firmy<sup>10</sup>.

#### 4. Obligacje korporacyjne a inne formy finansowania przedsiębiorstwa

Pozyskanie kapitału poprzez emisję obligacji w wielu obszarach okazuje się korzystniejsze na tle innych źródeł finansowania. Obligacje są niewątpliwie znacznie bardziej elastycznym instrumentem pozyskania kapitału w porównaniu z kredytami bankowymi. W ich przypadku to rozproszona grupa inwestorów rynku kapitałowego będzie oceniała kondycję i zdolność kredytową emitenta, a nie pojedynczy bank udzielający kredytu. W przypadku braku jednoznacznej oceny finansów emitenta rynek skoryguje rentowność obligacji, powierzając mu jednocześnie kapitał. W takiej samej sytuacji otrzymanie finansowania z banku może nie być możliwe. Elastyczność obligacji przejawia się również zwiększeniem uprawnień decyzyjnych dłużnika w stosunku do finansującego. Emitent obligacji będzie mógł bowiem wybrać termin wykupu, częstotliwość płacenia odsetek, możliwość powiązania obligacji z zyskiem lub będzie mógł decydować o przyznaniu ewentualnych dodatkowych praw, co nie będzie możliwe w przypadku kredytów bankowych. Emitent będzie mógł również wybrać rodzaj oprocentowania (stałe lub zmienne) oraz sposób jego ewentualnej indeksacji. Emitent obligacji będzie także decydował o formie zabezpieczenia (lub niezabezpieczenia) obligacji. W przypadku obligacji nie pojawią się koszty charakteryzujące kredyty bankowe, takie jak prowizje i opłaty przygotowawcze. Ponadto strumienie pieniężne płacone wierzycielom przez emitenta przeważnie będą składały się wyłącznie z odsetek, a spłata kapitału będzie następowała dopiero w momencie wykupu obligacji. Rozwiązanie to jest na ogół bardziej korzystne dla przedsiębiorstw na tle tradycyjnego systemu spłaty kredytów bankowych w ratach kapitałowo-odsetkowych.

W porównaniu z akcjami obligacje będą umożliwiały pozyskanie kapitału bez konieczności posiadania formy prawnej spółki akcyjnej. W przypadku podmiotu będącego np. spółką z o.o. nie wystąpią tym samym koszty związane z przekształceniem kapitałów i uzyskaniem nowej formy prawnej. Przy osiągnięciu przez spółkę nadwyżki operacyjnej rentowności kapitału zainwestowanego (ROIC) ponad koszt obligacji wystąpi efekt dźwigni finansowej, dający podwyższoną rentowność kapitału własnego na tle spółek niezadłużonych. Emisja obligacji zamiast akcji będzie również zapobiegała zwiększeniu podaży kapitału własnego, a tym samym spadkowi ceny akcji oraz rozwodnieniu dywidend i zysków przypadających na akcję. Zastosowanie emisji obligacji zamiast emisji akcji będzie również

<sup>10</sup> B. Duszek, *Jak pozyskać kapitał z giełdy? Poradnik dla przyszłych emitentów*, GPW w Warszawie, Warszawa 2007, s. 57.

zabezpieczało firmę przed zmianą struktury akcjonariatu oraz układu sił pomiędzy właścicielami spółki.

## 5. Ryzyko wynikające z emisji obligacji korporacyjnych

Podstawowym ryzykiem emitenta wynikającym z obligacji korporacyjnych jest ryzyko finansowe. Ryzyko to będzie oznaczało możliwość wystąpienia szybkiego spadku zysku netto na skutek nawet niewielkiego pogorszenia wyników na poziomie operacyjnym. A wprowadzenie do spółki kapitału obcego z tytułu wyemitowanych obligacji będzie powodowało wzrost kosztu kapitału własnego. Przy znaczącym wzroście zadłużenia z tytułu obligacji w finansowaniu firmy korzyści wynikające z tarcz podatkowych długu zostaną zniwelowane przez wzrost wymaganej przez właścicieli stopy zwrotu z kapitału własnego, uwzględniającej dodatkowe ryzyko finansowe. Innym rodzajem ryzyka towarzyszącego emisji obligacji jest konieczność ujawnienia danych finansowych, które umożliwiają pozyskanie przez konkurentów wiedzy dotyczącej pozycji finansowej emitenta. Zgodnie z ustawą o obligacjach emitent ma bowiem obowiązek udostępniać obligatariuszom roczne sprawozdania finansowe wraz z opinią biegłego rewidenta w okresie od dokonania emisji obligacji do całkowitego wykupu. Jednocześnie sporządzenie opinii przez biegłego rewidenta będzie generowało dodatkowy koszt. Finansowanie za pomocą obligacji będzie również wymagało poniesienia kosztu nadania oceny ratingowej, która zwykle nie występuje w innych formach pozyskania kapitału. Ocena ta będzie ułatwiała znalezienie inwestorów chętnych do objęcia emisji obligacji. Ryzyko związane z obligacjami będzie również wynikało z istnienia odpowiedzialności całym majątkiem za zobowiązania wynikające z obligacji<sup>11</sup>.

## 6. Rynek obligacji korporacyjnych w Polsce

Rynek obligacji korporacyjnych w Polsce jest miejscem umożliwiającym inwestorom konwersję kapitału na instrumenty finansowe o relatywnie wysokiej rentowności. O ile działania promocyjno-rozwojowe podejmowane w ostatnich kilku latach, zwłaszcza przez GPW w Warszawie, doprowadziły do powstania zupełnie nowego rynku poświęconego obligacjom korporacyjnym – Catalyst<sup>12</sup>, o tyle bezwzględna dominacja obligacji skarbowych wśród instrumentów dłużnych istotnie utrudnia upowszechnienie obligacji jako instrumentów pozyskania finansowania przez przedsiębiorstwa oraz przeciwdziałało zapewnieniu od-

---

<sup>11</sup> Odstępstwo od tej zasady istnieje w przypadku emisji mających na celu finansowanie przedsięwzięć inwestycyjnych dotyczących zaspokajania potrzeb społeczności lokalnej, zadań z zakresu użyteczności publicznej lub świadczenia usług w zakresie transportu bądź komunikacji oraz utrzymania i rozwoju infrastruktury komunikacyjnej lub transportowej. W tym wypadku odpowiedzialność za zobowiązania obligacyjne może być ograniczona jedynie do kwoty przychodu lub majątku przedsięwzięcia.

<sup>12</sup> Rynek składa się z czterech platform obrotu obsługiwanych przez GPW SA oraz BondSpot SA.

powiedniej płynności na tym rynku<sup>13</sup>. Tabela 1 pokazuje rozwój rynku obligacji korporacyjnych według stanu na koniec roku w okresie 2003–2010.

Tabela 1

## Rynek obligacji korporacyjnych w Polsce w latach 2003–2010

Wyszczególnienie	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Wartość obligacji korporacyjnych (mld zł)	5,3	7,3	8,9	8,8	13,9	14,9	12,2	17,6
Dynamika w skali roku (%)	16,8	37,3	22,9	-1,0	57,2	7,7	-18,6	44,6
Liczba emitentów	59	69	82	80	92	97	71	104
Udział w rynku nieskarbowych papierów dłużnych (%)	24,3	31	35,52	27,97	32,57	33,39	25,33	26,13
Wartość rynku nieskarbowych papierów dłużnych (mld zł)	21,8	23,2	25,1	31,6	42,6	44,8	48,0	67,3
Wartość rynku kapitałowego (kapitalizacja giełdy) (mld zł)	140,0	214,3	308,4	437,7	509,9	267,4	421,2	542,6

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Podsumowanie IV kwartału 2010 i roku 2010 na rynku nieskarbowych instrumentów dłużnych w Polsce*, Fitch Ratings; *Podsumowanie IV kwartału 2009 i roku 2009 na rynku nieskarbowych instrumentów dłużnych w Polsce*, Fitch Ratings; *Podsumowanie IV kwartału 2008 i roku 2008 na rynku nieskarbowych instrumentów dłużnych w Polsce*, Fitch Ratings; *Podsumowanie IV kwartału 2007 i roku 2007 na rynku nieskarbowych instrumentów dłużnych w Polsce*, Fitch Ratings, [www.fitchpolska.pl](http://www.fitchpolska.pl).

## 7. Uwarunkowania rozwoju obligacji korporacyjnych

Ponieważ obligacje korporacyjne są instrumentami łączącymi rynek kapitałowy, rynek długu oraz kondycję ekonomiczną przedsiębiorstw, ich rozwój zasadniczo będzie uzależniony od czterech czynników: tempa wzrostu gospodarki i idącego za nim zapotrzebowania na kapitał ze strony przedsiębiorstw (popyt na inwestycje), ogólnej sytuacji na rynku kapitałowym (popyt na ryzyko), dostępności alternatywnych form inwestowania (podaż pieniądza z innych źródeł) oraz rozwoju rynku wtórnego, umożliwiającego konwersję kapitału zamrożonego w obligacjach. Obecnie rozwoju obligacji skarbowych należy poszukiwać przede wszystkim w utrzymującym się dodatnim tempie zmiany PKB, ale

<sup>13</sup> Dla przykładu, na koniec 2010 r. zadłużenie Skarbu Państwa z tytułu wyemitowanych obligacji krajowych wyniosło 471,3 mld zł, z tytułu obligacji zagranicznych 154,6 mld oraz z tytułu bonów skarbowych 28,0 mld zł. W tym samym czasie kapitalizacja polskich spółek na GPW w Warszawie wyniosła 542,6 mld zł. Na tym tle rynek dłużnych papierów komercyjnych osiągnął wartość zaledwie 67,3 mld zł, z czego na obligacje korporacyjne przypadło zaledwie 26,13%, tzn. 17,6 mld zł, a pozostały udział koncentrowały papiery dłużne banków (powyżej 365 dni) 35,75%, papiery krótkoterminowe 21,99% oraz obligacje komunalne (powyżej 365 dni) 16,13%. Wartość ta pokazuje, że obligacje korporacyjne nadal mają relatywnie niewielkie znaczenie jako instrumenty finansowania przedsiębiorstw, a ich emisja istotnie odbiega od emisji akcji. Zob. Ministerstwo Finansów, <http://www.mofnet.gov.pl/dokument.php?const=5&dzial=590&id=70515> (15.11.2011).



i jednoczesnym zacieśnianiu polityki kredytowej oraz ograniczaniu aktywności kredytowej banków. W szczególności wyhamowanie akcji kredytowej przypisywane jest bankom z dominującym udziałem kapitału zagranicznego, które ze względu na trudną sytuację swoich zagranicznych właścicieli muszą ograniczać zaangażowanie kapitałowe oraz bardziej rygorystycznie chronić kapitał na polskim rynku<sup>14</sup>. W powyższych warunkach gospodarczych powstająca luka w finansowaniu przedsiębiorstw może zostać wypełniona przez emisję obligacji korporacyjnych, a tym samym poprzez pozyskanie kapitału bezpośrednio z rynku finansowego. Rozwój i promocja nowoczesnych platform obrotu obligacjami korporacyjnymi powinny na ten rynek przyciągać nowe grupy inwestorów, tym bardziej że na tle obligacji skarbowych rozważane papiery wartościowe charakteryzują się podwyższoną rentownością. Również rozwojowi rynku obligacji może sprzyjać uszczelnienie prawa podatkowego i likwidacja bankowych lokat antypodatkowych. Inwestorzy poszukujący dodatkowych zysków będą mogli zrealizować je na rynku obligacji przy ograniczonym poziomie ryzyka. Z drugiej strony zagrożeniem dla rozwoju rynku obligacji korporacyjnych będzie wzrastająca konkurencja ze strony innych rodzajów emitentów (samorządów terytorialnych oraz banków). W szczególności obligacje korporacyjne mogą zostać wyparte przez coraz szybciej upowszechniające się obligacje banków komercyjnych i spółdzielczych, które to instrumenty są w zasadzie jedyną formą zabezpieczenia płynności w średnim i długim horyzoncie w wymienionych podmiotach.

## 8. Obligacje korporacyjne a małe i średnie przedsiębiorstwa

Obligacje korporacyjne mogą być w Polsce emitowane zarówno przez duże, jak i małe podmioty gospodarcze, niemniej w przypadku małych przedsiębiorstw może pojawić się kilka istotnych trudności wykorzystania tego typu finansowania. Pierwszym z ograniczeń jest niewątpliwie zastrzeżenie emisji do podmiotów posiadających osobowość prawną. Przyjęcie w polskim prawie takiego warunku uniemożliwia emisję obligacji podmiotom mniejszym i mikrofirmom, koncentrującym znaczącą część sektora małych i średnich przedsiębiorstw. Kolejnym utrudnieniem związanym z emisją obligacji przez małe i średnie przedsiębiorstwa może być koszt przeprowadzenia emisji. Do wymienionego rodzaju kosztu można zaliczyć przede wszystkim wydatki z tytułu zatrudnienia podmiotów wspomagających organizację, przygotowanie, prowadzenie oraz obsługę emisji (np. doradców prawnych, finansowych, firm ratingowych, podmiotów prowadzących ewidencję itp.). Dodatkowe koszty pojawiają się w sytuacji przeprowadzania publicznej emisji obligacji, gdzie potrzebne będą nakłady na promocję oferty, przygotowanie prospektu lub memorandum, rejestrację obligacji w depozycie, wynagrodzenie subemitentów oraz opłaty za wprowadzenie do obrotu. Ponieważ część z powyższych kosztów ma charakter stały (lub przynajmniej

<sup>14</sup> Banki kontrolowane przez inwestorów zagranicznych koncentrowały w latach 2008–2010 odpowiednio: 72,3, 68,1 i 66,2% aktywów całego sektora bankowego. Zob. *Raport o sytuacji banków w 2010 r.*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2011.

mało elastyczny), stąd emisje obligacji będą opłacalne dopiero od określonego minimalnego progu. W przypadku małej emisji oraz słabych zdolności negocjacyjnych firmy pozyskanie kapitału tą drogą będzie zbyt drogie. Emisja obligacji korporacyjnych będzie wiązała się również z dłuższą i bardziej pracochłonną procedurą, a przy tym bardziej skomplikowaną na tle pozyskania finansowania w formie kredytu bankowego. Małe i średnie przedsiębiorstwa mogą nie dysponować odpowiednimi zasobami kadrowymi, które będą w stanie zaangażować się w proces emisji. Również długość trwania samej procedury emisji będzie sprawiała, iż obligacje nie będą pożądane w przypadku konieczności pozyskiwania mniejszych kwot na krótkie terminy lub na finansowanie bieżącej działalności. Bardziej elastycznym i szybciej dostępnym instrumentem będzie w takim przypadku kredyt obrotowy. Nakładane na emitentów obowiązki informacyjne, w tym zwłaszcza raporty bieżące oraz okresowe sporządzane w sytuacji wprowadzania obligacji do obrotu publicznego, będą wymagały posiadania odpowiednich zasobów kadrowych oraz finansowych. Małe przedsiębiorstwa mogą tym samym nie być zainteresowane permanentnym ponoszeniem dodatkowych kosztów związanych z raportowaniem.

## 9. Obligacje korporacyjne na rynku giełdowym i pozagiełdowym w Polsce

Jednym z podstawowych miejsc pozyskania finansowania przez przedsiębiorstwa, w tym podmioty małe i średnie, jest rynek giełdowy oraz pozagiełdowy. Do niedawna na rynku tym rozważane podmioty mogły pozyskiwać środki pieniężne właściwie jedynie w postaci kapitału własnego. Z myślą specjalnie o emisji akcji przez małe i średnie spółki 30 sierpnia 2007 r. w ramach GPW został utworzony uproszczony rynek papierów wartościowych o nazwie NewConnect. Niemniej, aby zwiększyć atrakcyjność i konkurencyjność giełdy w Polsce jako miejsca pozyskania kapitału przez przedsiębiorstwa, 30 września 2009 r. rozpoczął działalność nowy rynek – Catalyst, poświęcony specjalnie dłużnym nieskarbowym papierom wartościowym. Celem powołania do życia wspomnianego rynku było stworzenie przedsiębiorcom, jednostkom samorządu terytorialnego i bankom spółdzielczym nowych, korzystnych warunków do pozyskiwania finansowania o charakterze zwrotnym<sup>15</sup>.

Na czterech platformach obrotu Catalyst mogą być emitowane obligacje spółek akcyjnych, spółek z ograniczoną odpowiedzialnością oraz spółek w formie komandytowo-akcyjnej. Nie jest to jedyne, choć najważniejsze, ograniczenie dostępu do tego źródła finansowania. Następnym jest niewątpliwie koszt emisji papierów dłużnych oraz konieczność zatrudnienia podmiotów, które wspomogą spółkę w przygotowaniu emisji. Obrót instrumentami finansowymi w ramach Catalyst odbywa się na rynku regulowanym albo w alternatywnym systemie obrotu (ASO). Dwie z czterech platform rynku prowadzone są przez GPW – w formule rynku regulowanego albo alternatywnego o charakterze detalicznym.

---

<sup>15</sup> J. Mazurek, *Przewodnik dla potencjalnych emitentów. Obligacje korporacyjne na Catalyst*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA, Warszawa 2011, s. 7.

Zarządzanie obrotem hurtowym na rynku regulowanym i ASO prowadzonym na dwóch kolejnych platformach prowadzone jest przez spółkę BondSpot, gdzie jednostka transakcyjna wynosi co najmniej 100 tys. zł<sup>16</sup>. W ten sposób stworzony został detaliczny oraz hurtowy rynek obligacji korporacyjnych i komunalnych. Rynek regulowany jest segmentem rynku zorganizowanego, podlegającego nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego i działającego w sposób stały jako system obrotu instrumentami finansowymi dopuszczonymi do obrotu regulowanego, gdzie inwestorzy przy zawieraniu transakcji mają zapewniony powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej w tym samym czasie oraz jednakowe warunki nabywania i zbywania tych instrumentów. Alternatywny system obrotu funkcjonuje zaś poza rynkiem regulowanym, nie podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego i jest zorganizowanym wielostronnym systemem kojarzącym oferty kupna i sprzedaży instrumentów finansowych, a transakcje są zawierane zgodnie z określonymi zasadami właściwymi dla tego systemu. Można tym samym dostrzec, iż stworzona architektura Catalyst sprawia, że jest to rynek dostosowany do emisji o różnych wielkościach i różnej charakterystyce, a także rynek dostosowany do potrzeb różnych inwestorów – hurtowych, detalicznych, instytucjonalnych i indywidualnych. Zasady notowań sesyjnych na rynkach regulowanych i alternatywnych są identyczne. Jedyne różnice dotyczą sposobu zawierania transakcji pakietowych. Na wszystkich rynkach tworzących Catalyst realizacja transakcji gwarantowana jest przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych, a na emitentach spoczywają obowiązki informacyjne dotyczące raportów bieżących i okresowych<sup>17</sup>.

Tabela 2

Warunki wprowadzenia obligacji na odpowiednie rynki funkcjonujące na Catalyst

Rynek	Dopuszczenie	Możliwe wprowadzenie
Rynek regulowany, prowadzony przez giełdę (RR GPW)	Dopuszczenie obligacji do obrotu na rynku regulowanym prowadzonym przez Giełdę stanowi podstawę do wprowadzenia ich do Alternatywnego Systemu Obrotu prowadzonego przez BondSpot	
Rynek regulowany, prowadzony przez BondSpot (RR BS)	Dopuszczenie obligacji do obrotu na rynku regulowanym prowadzonym przez BondSpot stanowi podstawę do wprowadzenia ich do Alternatywnego Systemu Obrotu prowadzonego przez Giełdę	
Alternatywny System Obrotu (ASO GPW lub ASO BS)	Wprowadzając obligacje tylko do Alternatywnego Systemu Obrotu prowadzonego przez Giełdę lub BondSpot, pozwala się na dopuszczenie tych instrumentów do obrotu na rynku regulowanym	

Źródło: J. Mazurek, *Przewodnik dla potencjalnych Emitentów...*, s. 22; [http://gpwcatalyst.pl/catalyst\\_rynek\\_obligacji\\_gpw...](http://gpwcatalyst.pl/catalyst_rynek_obligacji_gpw...)

<sup>16</sup> [http://gpwcatalyst.pl/catalyst\\_rynek\\_obligacji\\_gpw](http://gpwcatalyst.pl/catalyst_rynek_obligacji_gpw) (15.11.2011).

<sup>17</sup> Reguluje to art. 19 Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (tekst jedn. DzU 2005, nr 83, poz. 1538, z późn. zm.) oraz art. 7 Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, t.j. DzU 2009, nr 185, poz. 1439, z późn. zm.

Oprócz możliwości handlu na platformach transakcyjnych rynek Catalyst zapewnia autoryzację obligacji korporacyjnych, która potwierdza spełnianie przez emitenta określonych standardów w zakresie transparentności i odpowiedzialności wobec inwestorów, a także przestrzeganie określonych obowiązków informacyjnych. Emitent nie musi przy tym wprowadzać papierów do obrotu. Obligacje autoryzowane przy Catalyst mogą być przedmiotem obrotu poza rynkiem zorganizowanym. Transakcje takie są przeprowadzane najczęściej za pośrednictwem instytucji finansowych (domów maklerskich i banków).

## 10. Ocena rynku Catalyst w latach 2009–2010

Oceniając funkcjonowanie rynku Catalyst od początku jego istnienia, można dostrzec systematyczny wzrost liczby emisji i emitentów, a tym samym wzrastające zainteresowanie tą formą pozyskania kapitału w gospodarce. Również widoczny jest proces porządkowania rynku (dokonywania emisji na jednej lub maksymalnie dwóch platformach, w segmencie GPW ASO lub BondSpot ASO). Zjawisko porządkowania oraz koncentracji rynku w dwóch wymienionych segmentach świadczy o chęci pozyskania kapitału przede wszystkim przy uproszczonych obowiązkach informacyjnych oraz chęci ponoszenia niższych kosztów notowania spółki na rynku kapitałowym. Pomimo mniejszej płynności alternatywnego systemu obrotu na tle rynku regulowanego pierwszy z nich wydaje się szczególnie atrakcyjny z punktu widzenia małych i średnich emitentów, którzy nie muszą spełniać wymogu przygotowania prospektu emisyjnego oraz dokonać emisji przekraczającej 4 mln zł. Alternatywny system obrotu daje również możliwość relatywnie szybkiego zaistnienia na rynku kapitałowym nowym, mniej znanym podmiotom<sup>18</sup>.

Tabela 3

Liczba emisji i plasowanie obligacji korporacyjnych w poszczególnych segmentach rynku (z wyłączeniem banków)

Rok	GPW RR	GPW ASO	Bond pot RR	BondSpot ASO	Emisje na dwóch platformach jednocześnie	Liczba emisji ogółem
2011	1	33	–	23	15	42
2010	–	16	–	11	8	19
2009	2	3	1	1	2*	4

Obligacje mogą być notowane jednocześnie w kilku segmentach, stąd łączna liczba nowych emisji nie pokrywa się z sumą emisji w poszczególnych segmentach.

\* W tym jedna emisja na trzech platformach obrotu.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [http://gpwcatalyst.pl/catalyst\\_rynek\\_obligacji\\_gpww...](http://gpwcatalyst.pl/catalyst_rynek_obligacji_gpww...)

<sup>18</sup> Przygotowanie, nadzór i wsparcie merytoryczne w procesie wprowadzenia do ASO sprawuje wtedy Autoryzowany Doradca Catalyst.

Spośród przeanalizowanych spółek, które w latach 2010–2011 wyemitowały obligacje korporacyjne, 18 z nich było spółkami notowanymi na GPW w Warszawie, 10 spółek było zarejestrowanych na rynku New Connect, 10 zaś było spółkami z ograniczoną odpowiedzialnością. Ponadto obligacje emitowało 5 Narodowych Funduszy Inwestycyjnych.

Jeśli chodzi o rodzaj prowadzonej działalności przez emitentów, to w 21 przypadkach były to spółki deweloperskie, realizujące różne projekty związane z budownictwem, wykupem gruntów, infrastrukturą drogową itp. Dziewięć spółek zajmowało się zarządzaniem portfelami wierzytelności, nabywaniem wierzytelności w sektorze publicznej służby zdrowia i jednostek samorządu terytorialnego, prowadzeniem hurtowego obrotu wierzytelnościami z tytułu usług powszechnych. Działalność medyczną prowadziły trzy spółki. Również w trzech przypadkach emisje były dokonywane przez spółki celowe (podmioty specjalnego przeznaczenia), które udostępniały zgromadzone środki docelowym beneficjentom: Green House Development Sp. z o.o., Ferratum Capital Poland SA i Ghelamco Invest Sp. z o.o. Kolejne dwie spółki przeznaczyły środki zgromadzone w trakcie emisji na udzielanie kredytów konsumenckich oraz mikropożyczek

Emitowane obligacje stanowiły najczęściej źródło prowadzenia bieżącej działalności operacyjnej. Na przykład MERA SA sfinansowała produkcję i sprzedaż schodów oraz elementów drewnianych do klatek schodowych, MEW SA – inwestycje w zakresie małych elektrowni wodnych, Mo-Bruk SA – utylizację odpadów oraz produkcję paliw alternatywnych, Murapol SA – budowę mieszkań, Onico Trade Sp. z o.o. – skup paliw. W tej ostatniej spółce zastosowano także mechanizm tzw. rolowania obligacji, czyli opłacenia zapisów na obligacje nowej emisji bezpośrednio środkami należnymi z tytułu wykupu Obligacji Serii A. Wśród emitowanych instrumentów można było również znaleźć te, z których środki służyły do finansowania inwestycji długoterminowych i rozwoju. Na przykład ORGANIKA SA finansowała dzięki nim wykup nieruchomości będącej zabezpieczeniem leasingu. ORZEL SA przeznaczył środki na inwestycję (z dotacją UE) w postaci budowy fabryki zajmującej się odzyskiwaniem surowców z opon i produkcji granulatu gumowego. OSHEE Sp. z o.o. sfinansowała inwestycję związaną z produkcją napojów izotonicznych. Polsport Group emisję obligacji wykorzystał do stworzenia sieci 16 flagowych sklepów franszyzowych ze sprzętem rowerowym. W przypadku Widok Energia SA emisja obligacji była przeznaczona na zabezpieczenie bieżącej płynności.

W okresie 2010–2011 bardzo zróżnicowana była wartość dokonywanych emisji. Najmniejsze miały wartość 400 tys. zł (Solveco), 758,5 tys. (Mera), 870 tys. (Widok Energia Sp. z o.o.) oraz 900 tys. (Navi Group). Pozostałe emisje koncentrowały wartość przekraczającą 1 mln zł, przy czym górny pułap wśród podmiotów niebankowych osiągnęła emisja przeprowadzona przez Polkomtel SA (1 mld zł).

Obligacje wprowadzane na rynek Catalyst posiadały zarówno oprocentowanie stałe (maksymalnie 17% w przypadku GREEN HOUSE DEVELOPMENT Sp. z o.o.), jak również zmienne, indeksowane formułą WIBOR 3M lub WIBOR 6M + marża (maksymalnie 10% w przypadku Navi Group SA).

## Podsumowanie

Artykuł miał na celu pokazanie ekonomiczno-prawnych uregulowań związanych z funkcjonowaniem rynku obligacji korporacyjnych w Polsce. Na tle rozważań teoretycznych odnoszących się do obligacji jako dłużnych papierów wartościowych, będących zwrotnym źródłem finansowania działalności bieżącej i rozwojowej, zwrócono uwagę, iż w przypadku przedsiębiorstw rozważane instrumenty nadal stanowią stosunkowo rzadko wybieraną formę, a rynek obrotu nimi znajduje się dopiero w początkowej fazie rozwoju. Z pewnością jedną z kluczowych barier, jakie utrudniają upowszechnienie obligacji korporacyjnych, jest dominacja obligacji skarbowych, wypychająca z rynku właściwie wszystkie rodzaje długoterminowych instrumentów dłużnych. Również poważną konkurencją dla obligacji korporacyjnych stają się coraz częściej obligacje emitowane przez banki. Z drugiej strony, paradoksalnie, trudna sytuacja na rynkach finansowych utrzymująca się od końca 2008 roku może zachęcać do korzystania z obligacji korporacyjnych. W tym wypadku pozyskanie kapitału bezpośrednio z rynku kapitałowego może okazać się łatwiejsze i bardziej elastyczne od finansowania kredytami bankowymi. W warunkach ograniczenia aktywności finansowej banków, przyjęcia przez nie zachowawczych strategii rozwoju, uzależnienia decyzji kredytowych od akceptacji zagranicznych inwestorów, a także zaostrzenia wymogów kredytowych obligacje mogą zacząć skutecznie wypełniać lukę finansowania wytworzoną przez sektor bankowy. Rozwoju rynku obligacji należy poszukiwać również w zmianach legislacyjnych i we wprowadzeniu do ustawy o obligacjach nowych konstrukcji tych instrumentów, w tym np. obligacji wieczystych. Z pewnością powołanie do życia czterech platform transakcyjnych poświęconych obligacjom i funkcjonującym w ramach rynku Catalyst będzie powodowało przyciąganie do tego segmentu finansów coraz to nowych grup inwestorów. W efekcie powinno to prowadzić do coraz łatwiejszego pozyskania kapitału przez przedsiębiorstwa i zapewnić odpowiednią płynność obrotu.

## CORPORATE BONDS AS A SOURCE OF FINANCING OF SMALL AND MEDIUM ENTERPRISES – CONDITIONS, RISK, DEVELOPMENT

### Summary

This paper refers to the legal, financial and organizational aspects of issuance of corporate bonds by small and medium enterprises in Poland. In the paper, one presents Polish bond act regulation, the main features of corporate bonds and forms of their issuance in Poland. Also, the paper characterizes goals of using bonds by companies, also small and medium ones. The paper also describes the risks emerging from bonds issuance as well as it compares bonds and other sources of financing of enterprises. The authors also carried out an analysis of Polish of corporate bonds market, as well as investigated possibilities of using bonds by small and medium enterprises. A new regulated corporate bond market in Poland – Catalyst is also described and analyzed in the paper.

*Translated by Bożena Kłosowska, Michał Buszko*