

# Bartosz Orliński

---

## Obligacje korporacyjne jako źródło pozyskiwania kapitału dla małych i średnich przedsiębiorstw

---

Ekonomiczne Problemy Usług nr 111, 441-451

---

2014

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.

BARTOSZ ORLIŃSKI

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

## OBLIGACJE KORPORACYJNE JAKO ŹRÓDŁO POZYSKIWANIA KAPITAŁU DLA MAŁYCH I ŚREDNICH PRZEDSIĘBIORSTW

### Streszczenie

W artykule zaprezentowano analizę obligacji korporacyjnych jako źródła pozyskiwania kapitału przez małe i średnie przedsiębiorstwa. W pierwszej części przedstawiono informacje dotyczące rynku obligacji korporacyjnych w Polsce, pokazano strukturę rynku dłużnych instrumentów finansowych oraz udział obligacji korporacyjnych ze szczególnym uwzględnieniem dłużnych papierów wartościowych emitowanych przez spółki z sektora MŚP. W drugiej części zwrócono uwagę na normy prawne regulujące proces emisji obligacji oraz cele pozyskiwania kapitału z wykorzystaniem tego instrumentu z uwzględnieniem rynku *Catalyst*. Następnie dokonano porównania obligacji korporacyjnych z kredytem bankowym, co stanowiło bazę do wskazania mocnych i słabych stron pozyskiwania kapitału za pośrednictwem obligacji przez małe i średnie przedsiębiorstwa.

**Słowa kluczowe:** obligacje korporacyjne, źródła pozyskiwania kapitału, finanse przedsiębiorstwa, *Catalyst*

### Wprowadzenie

Rozwój rynku finansowego wiąże się ze wzrostem zakresu instrumentów finansowych służących do pozyskiwania kapitału dostępnych nie tylko dla dużych, ale także dla małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce. Jest to ważne w sytuacji ograniczenia dostępu do kredytu bankowego, co wymusza poszukiwania alternatywnych form finansowania działalności operacyjnej i inwestycyjnej wśród podmiotów z tego sektora, który ma szczególne znaczenie dla polskiej gospodarki, ponieważ tworzy prawie połowę PKB<sup>1</sup>.

Jednym z najbardziej popularnych instrumentów dłużnych wykorzystywanych na rynkach kapitałowych są obligacje, które pozwalają różnym podmiotom rynku na pozyskiwanie kapitału w formie długu. Zmiany konstrukcji instrumentu, zasad funkcjonowania platformy obrotu obligacjami i norm prawnych regulujących emisję papierów wartościowych zwiększyły dostępność wykorzystania emisji obligacji

---

<sup>1</sup> Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 2011, s. 13.

korporacyjnych jako źródła pozyskiwania kapitału przez małe i średnie przedsiębiorstwa.

Celem niniejszego artykułu jest ocena szans i zagrożeń wykorzystywania obligacji korporacyjnych do pozyskiwania kapitału przez sektor małych i średnich przedsiębiorstw z wykorzystaniem analizy danych historycznych.

## 1. Rynek obligacji w Polsce

Przedmiotem obrotu na rynku papierów wartościowych są przede wszystkim dłużne i udziałowe papiery wartościowe o zmiennym i stałym oprocentowaniu. Dokonując analizy rynku papierów wartościowych należy wyszczególnić – ze względu na sposób wykorzystania instrumentów finansowych – rynek pierwotny i wtórny<sup>2</sup>.

Na rynku pierwotnym podmioty zgłaszające zapotrzebowanie na kapitał pozyksują go emitując dłużne papiery wartościowe – w tym wypadku obligacje. Wyróżnić można dwa rodzaje emisji: publiczną i niepubliczną. Podział ten wynika z liczby osób, do których kierowana jest propozycja nabycia papierów wartościowych. Ofertą publiczną jest: „udostępnienie, co najmniej 150 osobom lub nieoznaczonemu adresatowi, w dowolnej formie i w dowolny sposób, informacji o papierach wartościowych i warunkach ich nabycia, stanowiących wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych papierów wartościowych”<sup>3</sup>. Inne oferty traktowane są jako niepubliczne.

Drugim segmentem jest rynek wtórny, na którym dochodzi do obrotu instrumentami finansowymi w formie zorganizowanej lub niezorganizowanej. W Polsce dominujący jest rynek *Catalyst*, będący systemem obrotu dłużnymi instrumentami finansowymi zorganizowanym przez GPW SA i BondSpot SA, który obejmuje:

- rynek regulowany prowadzony przez GPW (detaliczny),
- rynek regulowany prowadzony przez BondSpot (hurtowy),
- alternatywny system obrotu prowadzony przez GPW (detaliczny),
- alternatywny system obrotu prowadzony przez BondSpot (hurtowy)<sup>4</sup>.

Regulacje prawne wprowadzone 29 lipca 2005 roku dotyczą trzech obszarów rynku obligacji: nadzoru nad nim, rynku pierwotnego i wtórnego<sup>5</sup>. Ich uchwalenie

---

<sup>2</sup> W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 19.

<sup>3</sup> Ustawa z dnia 25 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz i spółkach publicznych, DzU 2005, nr 184, poz. 1539, art. 3 ust. 1.

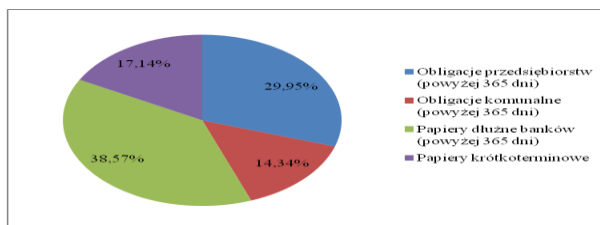
<sup>4</sup> *Zasady działania Catalyst* (stan na 1.10.2012 r.), [http://gpwcatalyst.pl/pub/files/materialy\\_do\\_pobrania/Zasady\\_Dzialania\\_Catalyst.pdf](http://gpwcatalyst.pl/pub/files/materialy_do_pobrania/Zasady_Dzialania_Catalyst.pdf) (10.11.2013).

<sup>5</sup> Ustawa z dnia 25 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym, DzU 2005, nr 183, poz. 1537 (zastąpiona przez Ustawę z dnia 19 września 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym, DzU 2006, nr 157, poz. 1119); Ustawa z dnia 25 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz i spółkach publicznych, DzU 2005, nr 184, poz. 1539; Ustawa z dnia 25 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, DzU 2005, nr 183, poz. 1538.

wpłynęło istotnie na zwiększenie swobody w pozyskiwaniu kapitału, prezentowaniu oferowanych papierów wartościowych i emitenta w dokumencie ofertowym<sup>6</sup>. Zmiany te realnie zwiększyły efektywność rynku, zdynamizowały jego rozwój oraz zachęciły krajowych i zagranicznych inwestorów oraz emitentów do korzystania z polskiego rynku instrumentów dłużnych<sup>7</sup>.

Szczególnie ważnym elementem nowych regulacji – z punktu widzenia sektora MŚP – jest alternatywny system obrotu, czyli „organizowany przez firmę inwestycyjną lub podmiot prowadzący rynek regulowany, poza rynkiem regulowanym, wielostronny system kojarzący oferty kupna i sprzedaży instrumentów finansowych w taki sposób, że do zawarcia transakcji dochodzi w ramach tego systemu, zgodnie z określonymi zasadami”<sup>8</sup>. Jego powstanie doprowadziło do obniżenia barier dopuszczenia emitowanych papierów wartościowych do obrotu na zorganizowanym rynku, co wraz z powołaniem 30 września 2009 roku jednolitej platformy transakcyjnej *Catalyst* zwiększyło możliwości emitowania obligacji przez małe i średnie przedsiębiorstwa.

Zmiany te znajdują potwierdzenie w danych statystycznych. Polski rynek obligacji korporacyjnych stale rośnie i w 2012 roku wartość nominalna wyemitowanych dłużnych papierów wartościowych osiągnęła maksymalną wartość, jego wartość wzrosła o kolejne 30% w skali roku do poziomu 31,36 mld zł. Wartość emisji długoterminowych uplasowanych przez polskie przedsiębiorstwa wyniosła 12,75 mld zł, co oznacza wzrost o 26% w relacji do 2011 roku. Trend ten jest utrzymywany, bowiem na koniec III kwartału 2013 roku wartość obligacji przedsiębiorstw wyniosła 34,62 mld zł<sup>9</sup>.



Rysunek 1. Struktura krajowego rynku papierów dłużnych w Polsce, stan na 30.09.2013 roku.

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Podsumowanie II kwartału 2013 na rynku nieskarbowych instrumentów dłużnych w Polsce*, Fitch Polska SA, [http://inwestycje.pl/resources/Attachment/2013/10\\_28/file19958.pdf](http://inwestycje.pl/resources/Attachment/2013/10_28/file19958.pdf) (10.11.2013).

<sup>6</sup> L. Kozierowski, *Ustawa o ofercie publicznej – kierunek zmian*, Nasz Rynek Kapitałowy, 2005, nr 9, s. 28.

<sup>7</sup> *Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa. Studia przypadków*, red. M. Panfil, Difin 2011, s. 297.

<sup>8</sup> Ustawa o obrocie..., art. 3 ust. 2.

<sup>9</sup> *Podsumowanie II kwartału 2013 na rynku nieskarbowych instrumentów dłużnych w Polsce*, Fitch Polska SA, [http://inwestycje.pl/resources/Attachment/2013/10\\_28/file19958.pdf](http://inwestycje.pl/resources/Attachment/2013/10_28/file19958.pdf) (10.11.2013).

Udział obligacji korporacyjnych w rynku nieskarbowych instrumentów dłużnych w Polsce wynosi blisko 30% i stale rośnie, bowiem według danych na dzień 30.09.2013 roku aż 59% nowych emisji w 2013 roku dotyczyło obligacji przedsiębiorstw. Warto podkreślić, iż równolegle rośnie relacja obligacji do kredytów bankowych. Utrzymanie tego trendu jest wielce prawdopodobne, gdyż porównanie z innymi krajami europejskimi pokazuje, że udział obligacji w sumie kredytów i obligacji przedsiębiorstw w Europie wynosi 43%, zaś w Polsce tylko 9%<sup>10</sup>.

Dynamiczny rozwój rynku obligacji w Polsce – szczególnie widoczny w przypadku długoterminowych papierów wartościowych – trwa od 2002 roku z roczną przerwą spowodowaną skutkami globalnego kryzysu finansowego w 2009 roku. Sprzyjają temu dodatkowe cele i cechy obligacji, które w bezpośrednim porównaniu z kredytem bankowym zachęcają spółki do emisji instrumentów dłużnych. Zaliczamy do nich: dywersyfikację źródeł finansowania, budowanie relacji z inwestorami, szybkość pozyskania kapitału, brak obowiązku definiowania precyzyjnego celu wykorzystania kapitału, brak konieczności ustanawiania zabezpieczenia<sup>11</sup>.

Pamiętając, iż system obrotu *Catalyst* funkcjonuje od 2009 roku jego popularność wśród przedsiębiorstw pozyskujących kapitał za pośrednictwem publicznych instrumentów dłużnych stale rośnie. W pierwszym roku nowych emitentów było 6, w 2010 – 19, w 2011 – 47, w 2012 – 58, zaś w 2013 do 30 października – 41<sup>12</sup>. Większość z nich było przedmiotem notowań alternatywnych systemów obrotu GPW lub BondSpot, których pojawienie się znacznie ułatwiło dostęp do rynku wtórnego dla emitentów obligacji korporacyjnych. Opublikowany raport podsumowujący trzyletni okres funkcjonowania *Catalyst* zawiera dane dotyczące celów przeprowadzonych emisji. W 17% przypadków pozyskiwano kapitał na sfinansowanie bieżącej działalności, w 31% – na sfinansowanie rozwoju, w 8% celem była spłata dotychczasowego zadłużenia, a w 44% przypadków emitenci nie wskazali celu przeprowadzanej emisji<sup>13</sup>.

Uruchomienie alternatywnego systemu obrotu istotnie wpłynęło na możliwości pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorstwa z sektora MŚP. Wśród 138 emitentów obligacji korporacyjnych na koniec 30 czerwca 2013 roku wyodrębniono 59 spółek, których przychody były równe lub niższe 50 mln euro, zaś aktywa równe lub niższe 43 mln euro, co stanowiło 42,80% spółek notowanych na *Catalyst*.

Zaprezentowane w tabeli 1 i 2 dane przedstawiają strukturę emitentów z sektora MŚP ze względu na wielkość przychodów i aktywów. Warto podkreślić, że najliczniejszą grupę emitentów stanowią przedsiębiorstwa, których przychody są niższe niż 5 mln zł, a posiadane aktywa nie przekraczają równowartości 10 mln zł.

<sup>10</sup> M. Sierpińska, P. Bąk, *Rola obligacji korporacyjnych w finansowaniu przedsiębiorstw sektora górniczego w Polsce*, Instytut Gospodarki Surowcami Mineralnymi i Energią Polskiej Akademii Nauk, t. 29, z. 1, Kraków 2013, s. 144.

<sup>11</sup> *Finansowanie rozwoju...*, s. 306.

<sup>12</sup> Gielda Papierów Wartościowych SA, [http://gpwcatalyst.pl/nowi\\_emitenci\\_2013](http://gpwcatalyst.pl/nowi_emitenci_2013) (08.11.2013).

<sup>13</sup> *Raport Catalyst – podsumowanie rozwoju*, Grant Thornton, GPW, Warszawa 2012, s. 9.

Tabela 1

Struktura emitentów obligacji korporacyjnych z sektora MŚP na *Catalyst* wg wartości ich przychodów ze sprzedaży na dzień 30.06.2013 r.

Wartość przychodów (mln zł)	Liczba emitentów	Udział w liczbie emitentów (%)
< 5	28	47,76
5–10	8	13,56
10–20	9	15,25
20–30	2	3,39
30–40	6	10,17
> 40	6	10,17
Ogółem	59	100

Źródło: B. Kołosowska, *Finansowanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw poprzez rynek kapitałowych w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2013, s. 110.

Tabela 2

Struktura emitentów obligacji korporacyjnych z sektora MŚP na *Catalyst* wg wartości ich aktywów na dzień 30.06.2013 r.

Wartość aktywów (mln zł)	Liczba emitentów	Udział w liczbie emitentów (%)
< 10	17	28,80
10–20	6	10,20
20–30	3	5,10
30–60	3	5,10
60–80	17	28,80
80–100	4	6,80
> 100	9	15,30
Ogółem	59	100

Źródło: B. Kołosowska, *Finansowanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw poprzez rynek kapitałowych w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2013, s. 111.

## 2. Obligacje korporacyjne jako alternatywne źródło pozyskiwania kapitału

Podstawą prawną emisji obligacji korporacyjnych w Polsce jest ustawa o obligacjach<sup>14</sup>, która definiuje pojęcie obligacji, określa zasady oraz podmioty uprawnione do emisji, reguluje prawa i obowiązki wynikające z papierów wartościowych dla emitenta i obligatariuszy. Ustawa dopuszcza emisję czterech rodzajów obligacji: gwarantujących świadczenia pieniężne i niepieniężne, zamiennych na akcje, z prawem pierwszeństwa oraz przychodowych. Mogą one mieć tradycyjną formę papierową lub zdematerializowaną, co oznacza, że podmiot uprawniony – w tym przypadku KDPW, bank lub dom maklerski – musi prowadzić ich ewidencję. Z punktu widzenia sektora MŚP podmiot gospodarczy chcący emitować obligacje musi mieć jedną z trzech form prawnych: spółka akcyjna, spółka z ograniczoną odpowiedzialnością lub spółka komandytowo-akcyjna. Każda z nich musi podjąć uchwałę o emisji obligacji, w której może zawrzeć próg emisji, czyli minimalną liczbę obligacji, których objęcie jest niezbędne do skutecznego zatwierdzenia emisji. Obligacje

<sup>14</sup> Ustawa o obligacjach...

mogą być imienne lub na okaziciela. Ustawodawca dopuszcza okres wykupu krótszy niż rok, jednak zawsze musi być on precyzyjnie wskazany.

Oprócz regulacji ogólnych emitent chcąc wprowadzić obligacje na rynek zorganizowany jest zobowiązany do opracowania dokumentu ofertowego według szczegółowych wytycznych obowiązujących dla konkretnych rynków, co zaprezentowano w tabeli 3.

Tabela 3

Szczegółowe regulacje prawne rynku zorganizowanego *Catalyst*

Rodzaj rynku	Regulacje prawne
Rynek regulowany prowadzony przez GPW (detaliczny)	Regulamin Giełdy, Szczegółowe Zasady Obrotu giełdowego
Rynek regulowany prowadzony przez BondSpot (hurtowy)	Regulamin obrotu regulowanego rynku pozagiełdowego, Szczegółowe Zasady Obrotu na regulowanym rynku pozagiełdowym
Alternatywny system obrotu prowadzony przez GPW (detaliczny)	Regulamin ASO prowadzonego przez GPW
Alternatywny system obrotu prowadzony przez BondSpot (hurtowy)	Regulamin ASO prowadzonego przez BondSpot

Źródło: *Giełda Papierów Wartościowych S.A.*, <http://gpwcatalyst.pl/regulacje> (10.11.2013).

Przedsiębiorstwa decydują się na emisję obligacji z trzech powodów: ze względu na pozyskanie finansowania działalności operacyjnej (zakup aktywów obrotowych), finansowanie badań i rozwoju (zakup aktywów trwałych) lub z powodu restrukturyzacji zadłużenia. Zgodnie z obowiązującymi przepisami emitent, który dokonuje emisji obligacji w ofercie prywatnej nie jest zobligowany do wskazania formalnie celu emisji. W przypadku oferty publicznej niezbędny jest dokument informacyjny, który może przybrać formę prospektu emisyjnego lub memorandum informacyjnego zatwierdzanego przez Komisję Nadzoru Finansowego.

Tabela 4

Porównanie obligacji korporacyjnych z kredytem bankowym

Kryterium	Obligacje	Kredyt
Elastyczność instrumentu finansowego	większa	mniejsza
Warunki pozyskania kapitału	niższe	wyższe
Zabezpieczenie	fakultatywne	obligatoryjne
Zakres informacji	wyższy	niższy
Dostępność kapitału	niższa	wyższa
Rozłożenie w czasie spłaty zobowiązania	większa	mniejsza
Ryzyko	wyższe	niższe
Koszt kapitału	wyższy	niższy

Źródło: opracowanie własne.

Ze względu na charakter obligacji – będących instrumentem dłużnym – są one bezpośrednią alternatywą dla kredytu bankowego. W tabeli 4 dokonano syntetycznego porównania dwóch instrumentów biorąc pod uwagę osiem kryteriów.

Z punktu widzenia konstrukcji instrumentu finansowego obligacje są niewątpliwie bardziej elastyczne. Pozwalają dowolnie kształtować termin wykupu, częstotliwość regulowania odsetek lub dokonać wyboru jednej z czterech form obligacji.

Wszystko to w przypadku kredytu bankowego jest trudne bądź niemożliwe. Dodatkowo obligacje dają możliwość stworzenia instrumentu hybrydowego – za pomocą połączenia typowego instrumentu dłużnego z opcją zamiany obligacji na akcje lub prawem pierwszeństwa objęcia akcji emitenta. Ocena wiarygodności finansowej jest rozproszona wśród grupy potencjalnych inwestorów, a nie zależy tylko i wyłącznie od pojedynczego banku, co wpływa pozytywnie, ale także negatywnie na proces pozyskiwania kapitału. Spółka do zakończenia emisji nie zna wartości kapitału, który może pozyskać. Ostateczny wpływ na sukces mają oprócz parametrów emisji i wiarygodności finansowej również fluktuacje na rynku kapitałowym. Warunki pozyskania kapitału stawiane przez inwestorów są niższe niż przez kredytodawców, są oni bowiem w stanie zaakceptować wyższy poziom zadłużenia przedsiębiorstwa – mierzonego wielokrotnością wskaźnika EBITDA. Ma to także swój wyraz w zabezpieczeniu zobowiązania. Małe i średnie podmioty gospodarcze nie są w stanie pozyskać kredytu bankowego (powyżej 100 000 zł) bez zabezpieczenia. W wypadku emisji obligacji korporacyjnych w Polsce większość papierów wartościowych emitowanych jest bez zabezpieczenia. Fakt ten wpływa jednak na zakres informacji jaki spółki muszą udostępnić potencjalnym inwestorom zgodnie z wymienionymi powyżej regulacjami. W porównaniu z monitoringiem kredytowym w banku jest on znacznie szerszy, a ewentualne niespełnienie wymogów stawianych emitentom może powodować wysokie kary nakładane przez organy kontrolujące.

Pierwsza część oceny obligacji korporacyjnych w porównaniu z kredytem bankowym pozwalałaby postawić tezę o wyższości pierwszego instrumentu nad drugim. Z drugiej zaś strony kredyt bankowy widocznie dominuje w polskich realiach. Związane jest to z występowaniem wielu barier, tj. niskim popytem na nowe emisje papierów dłużnych związanym z procesem wypierania obligacji korporacyjnych przez skarbowe, dużym rozproszeniem sektora małych i średnich przedsiębiorstw, które sprawia, że pojedyncze spółki zgłaszają za małe zapotrzebowanie na kapitał w stosunku do kosztów emisji obligacji i oczekiwań inwestorów, brakiem zainteresowania w partycypacji w ryzyku emitenta, brakiem ogólnodostępnych i tanich rozwiązań w zakresie przyznania ratingu emisji<sup>15</sup>. Powoduje to, że dostępność obligacji korporacyjnych dla pojedynczych przedsiębiorstw z sektora MŚP jest dużo niższa niż w przypadku kredytu.

Spółki, które wypełnią wszystkie wymagania formalne oraz spełnią oczekiwania inwestorów są w stanie pozyskać kapitał przez emisję dłużnych papierów wartościowych, który pozwala odłożyć w czasie jego spłatę. Kredyt bankowy związany jest zazwyczaj z regularną spłatą rat kredytu, na którą składa się kapitał i odsetki. W wypadku obligacji korporacyjnych spłata kapitału następuje na koniec terminu zapadalności instrumentu, zaś odsetki wypłacane są w ustalonych okresach. Nie pozostaje to bez wpływu na ocenę ryzyka. Ryzyko niedotrzymania zobowiązań (kredytowe) oznacza, że emitent może nie wywiązywać się terminowo ze zobowią-

---

<sup>15</sup> P. Niedziółka, *Pozyskiwanie kapitału przez podmioty gospodarujące drogą emisji papierów udziałowych i dłużnych w Polsce a finansowanie za pomocą kredytu bankowego*, w: *Bankowość detaliczna. Potrzeby, szanse, zagrożenia*, red. G. Rytlewska, PWE, Warszawa 2005, s. 297.



zań wynikających z wyemitowanych dłużnych papierów wartościowych, w tym płatności odsetkowych i spłaty nominalu<sup>16</sup>. Konieczność spłaty kapitału w jednym momencie, na koniec okresu zapadalności oznacza większą płynność kapitału we wcześniejszym okresie, ale istotnie zwiększa ryzyko terminowego uregulowania zobowiązania.

W niektórych opracowaniach przyjmuje się, że koszt pozyskania kapitału z emisji obligacji jest niższy niż kredytu bankowego<sup>17</sup>. W realiach małych i średnich przedsiębiorstw nie zawsze jest to zgodne z rzeczywistością. Dokonując bezpośredniego porównania na podstawie danych w tabeli 5 można stwierdzić, że pozyskanie kapitału przez przedsiębiorstwa za pomocą emisji obligacji jest droższe niż w postaci kredytu bankowego (bez względu na wartość pojedynczej emisji).

Tabela 5  
Porównanie kosztu pozyskania kapitału obcego (kredyt obrotowy roczny, obligacje z rocznym terminem wykupu)

Rodzaj instrumentu	Koszt kapitału
Kredyt w rachunku bieżącym	WIBOR 1M + marża 3,30% + prowizja 1,00% = 6,89% (stan na dzień 8.11.2013 r.)
Kredyt obrotowy w formie linii odnawialnej	WIBOR 1M + marża 3,10% + prowizja 1,00% = 6,69% (stan na dzień 8.11.2013 r.)
Obligacje korporacyjne (przy braku notowań w ASO na Catalyst)	Sr. oprocentowanie obligacji korp. 8,51% (stan na dzień 8.11.2013 r.) + koszt pośrednictwa finansowego 2,50% – 8,00% + opracowanie dokumentacji 15 000–50 000 zł + koszty transakcyjne 11 800 zł
Obligacje korporacyjne (notowane w ASO na Catalyst)	Sr. oprocentowanie obligacji korp. 8,51% (stan na dzień 8.11.2013 r.) + koszt pośrednictwa finansowego 2,50% – 8,00% + opracowanie dokumentacji 15 000–50 000 zł + koszty transakcyjne 11 800 zł + animator 13 200 zł + autoryzowany doradca 12 000–36 000 zł

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych przekazanych przez Grupa Saternus Sp. z o.o. S.K.A. oraz Obligacje.pl, [http://obligacje.pl/front/share/stats? dict\\_0=0&dict\\_3=0&dict\\_4=0&dict\\_8=1&dict\\_9=0&dict\\_10=false&dict\\_1=0&dict\\_2=0&dict\\_5=&dict\\_6=0&dict\\_7=0&dict\\_11=0](http://obligacje.pl/front/share/stats?dict_0=0&dict_3=0&dict_4=0&dict_8=1&dict_9=0&dict_10=false&dict_1=0&dict_2=0&dict_5=&dict_6=0&dict_7=0&dict_11=0) [8.11.2013], Bankier.pl, [http://www.bankier.pl/fo/kredyty/components/elw/index.html? zakladka= wibor& dataY=2013&dataM=11&dataD=10](http://www.bankier.pl/fo/kredyty/components/elw/index.html?zakladka=wibor&dataY=2013&dataM=11&dataD=10) (8.11.2013).

Średnie oprocentowanie obligacji korporacyjnych notowanych na Catalyst jest wyższe niż całkowity koszt pozyskania kapitału z wykorzystaniem kredytu bankowego. Podana wartość dotyczy wszystkich obligacji bez rozróżnienia ich na zabezpieczone bądź nie. Średnie oprocentowanie obligacji zabezpieczonych wynosi

<sup>16</sup> D. Dziawgo, *Credit-rating. Ryzyko i obligacje na międzynarodowym rynku finansowym*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 30.

<sup>17</sup> M. Sierpińska, P. Bąk, *Rola...*, s. 152; B. Kołosowska, M. Buszko, *Obligacje korporacyjne jako źródło finansowania małych i średnich przedsiębiorstw – uwarunkowania, ryzyko, rozwój*, w: *Uwarunkowania rynkowe rozwoju mikro, małych i średnich przedsiębiorstw Mikrofirma 2012*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 695, Szczecin 2012, s. 301; B. Kołosowska, *Finansowanie sektora...*, s. 95; A. Libner, *Pozyskiwanie kapitału za pośrednictwem obligacji*, IDM S.A., <http://www.idmsa.pl/repo/dzial-brokerski/gieldowe-abc/pozyskiwanie-kapitalu-za-posrednictwem-obligacji.pdf> (10.11.2013).

9,06%, co oznacza, że tylko spółki publiczne, będące wieloletnimi uczestnikami rynku kapitałowego o bardzo dobrej wiarygodności finansowej mogą liczyć na pozyskanie kapitału bez zabezpieczenia oraz o koszcie zbliżonym do kredytu bankowego. Emisja obligacji jest nierozzerwalnie związana z całą grupą dodatkowych kosztów stałych: opracowanie dokumentacji ofertowej, usługa agenta, ewidencji, animatora, autoryzowanego doradcy oraz kosztów zmiennych związanych z pozyskaniem inwestora, proporcjonalnych do wartości pozyskanego kapitału. Podobne wnioski wyciąga M. Sierpińska w swojej publikacji korzystając z danych opracowanych przez Ernst & Young dla sektora górnictwa na całym świecie<sup>18</sup>.

Wysoki efektywny koszt pozyskania kapitału oraz minimalna wielkość emisji są barierą dla podmiotów z sektora MŚP, które mają bardzo dobrą kondycję finansową i są przygotowane organizacyjnie na pozyskiwanie kapitału z wykorzystaniem rynków kapitałowych. Brak wystarczającej transparentności, wiedzy, wykwalifikowanych menedżerów w połączeniu ze słabo rozwiniętym rynkiem inwestorów indywidualnych staje się zaporą nie do przejścia dla firm nieposiadających ponadprzeciętnej rentowności<sup>19</sup>.

### Podsumowanie

Ograniczenie akcji kredytowej przez banki komercyjne, nowe rozwiązania formalno-prawne i technologiczne funkcjonujące na rynku *Catalyst*, coraz większe zainteresowanie inwestorów nabywaniem dłużnych papierów wartościowych sprzyjają rozwojowi rynku obligacji w Polsce. Potwierdzają to dane statystyczne. Rośnie liczba nowych emitentów, wartość kapitału pozyskana w drodze emisji obligacji korporacyjnych oraz zainteresowanie mediów rynkiem instrumentów dłużnych. Wzrost ten mierzony wartościami względnymi jest istotny, jednak wartości bezwzględne prezentują zupełnie inne oblicze rynku obligacji, który nadal jest w pierwszej fazie rozwoju. Potwierdza to porównanie z innymi rynkami dłużnych papierów wartościowych w Europie. Tylko 59 emitentów obligacji korporacyjnych w relacji do 63,5 tys. przedsiębiorstw z sektora MŚP, wysoki poziom kosztów stałych i zmiennych związanych z przeprowadzeniem emisji, niewielka podaż kapitału ze strony inwestorów indywidualnych oraz brak płynności na rynku wtórnym wskazują na wiele słabości rynku dłużnych papierów wartościowych. Ma to wpływ na wyniki porównania obligacji korporacyjnych z lokatami terminowymi – z punktu widzenia

<sup>18</sup> M. Sierpińska, P. Bąk, *Rola obligacji...*, s. 148.

<sup>19</sup> S. Antkiewicz, *Bariery wykorzystania dłużnych papierów wartościowych w finansowaniu i inwestycjach mikro i małych przedsiębiorstw*, w: *Uwarunkowania rynkowe rozwoju mikro, małych i średnich przedsiębiorstw. Mikrofirma 2006*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 427, Szczecin 2012, s. 383.

inwestora oraz z kredytem bankowym – z punktu widzenia przedsiębiorstwa<sup>20</sup>. Wszystko to oznacza długą drogę do powstania dojrzałego rynku kapitałowego w Polsce.

## Literatura

- Antkiewicz S., *Bariery wykorzystania dłużnych papierów wartościowych w finansowaniu i inwestycjach mikro i małych przedsiębiorstw*, w: *Uwarunkowania rynkowe rozwoju mikro, małych i średnich przedsiębiorstw. Mikrofirma 2006*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 427, Szczecin 2012.
- Bankier.pl, <http://www.bankier.pl/fo/kredyty/components/elw/index.html?zakladka=wibor&dataY=2011&dataM=11&dataD=10> (8.11.2013).
- Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2002.
- Dziawgo D., *Credit-rating. Ryzyko i obligacje na międzynarodowym rynku finansowym*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 1998.
- Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa. Studia przypadków*, red. M. Panfil, Difin 2011.
- Giełda Papierów Wartościowych SA, [http://gpwcatalyst.pl/nowi\\_emitenci\\_2013](http://gpwcatalyst.pl/nowi_emitenci_2013) (8.11.2013).
- Giełda Papierów Wartościowych SA, <http://gpwcatalyst.pl/regulacje> (10.11.2013).
- Kołosowska B., *Finansowanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw poprzez rynek kapitałowy w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2013
- Kołosowska B., Buszko M., *Obligacje korporacyjne jako źródło finansowania małych i średnich przedsiębiorstw – uwarunkowania, ryzyko, rozwój*, w: *Uwarunkowania rynkowe rozwoju mikro, małych i średnich przedsiębiorstw. Mikrofirma 2012*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 695, Szczecin 2012.
- Kozierowski L., *Ustawa o ofercie publicznej – kierunek zmian*, Nasz Rynek Kapitałowy 2005.
- Libner A., *Pozyskiwanie kapitału za pośrednictwem obligacji*, IDM SA, <http://www.idmsa.pl/repo/dzial-brokerski/gieldowe-abc/pozyskiwanie-kapitalu-za-posrednictwem-obligacji.pdf> (10.11.2013).
- Niedziółka P., *Pozyskiwanie kapitału przez podmioty gospodarujące drogą emisji papierów udziałowych i dłużnych w Polsce a finansowanie za pomocą kredytu bankowego*, w: *Bankowość detaliczna. Potrzeby, szanse, zagrożenia*, red. G. Rytlewska, PWE, Warszawa 2005.
- Obligacje.pl, [http://obligacje.pl/front/share/stats?dict\\_0=0&dict\\_3=0&dict\\_4=0&dict\\_8=1&dict\\_9=0&dict\\_10=false&dict\\_1=0&dict\\_2=0&dict\\_5=&dict\\_6=0&dict\\_7=0&dict\\_11=0](http://obligacje.pl/front/share/stats?dict_0=0&dict_3=0&dict_4=0&dict_8=1&dict_9=0&dict_10=false&dict_1=0&dict_2=0&dict_5=&dict_6=0&dict_7=0&dict_11=0) (8.11.2013).
- Podsumowanie II kwartału 2013 na rynku nieskarbowych instrumentów dłużnych w Polsce*, Fitch Polska SA, [http://inwestycje.pl/resources/Attachment/2013/10\\_28/file19958.pdf](http://inwestycje.pl/resources/Attachment/2013/10_28/file19958.pdf) (10.11.2013).
- Raport Catalyst – podsumowanie rozwoju*, Grant Thornton, GPW, Warszawa 2012.
- Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce*, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 2011.
- Sierpińska M., Bąk P., *Rola obligacji korporacyjnych w finansowaniu przedsiębiorstw sektora górniczego w Polsce*, Instytut Gospodarki Surowcami Mineralnymi i Energią Polskiej Akademii Nauk, t. 29, z. 1, Kraków 2013.
- Ustawa z dnia 19 września 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym, DzU 2006, nr 157, poz. 1119.

---

<sup>20</sup> *Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce*, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 2011, s. 16.

Ustawa z dnia 25 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym, DzU 2005, nr 183, poz. 1537.

Ustawa z dnia 25 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, DzU 2005, nr 183, poz. 1538.

Ustawa z dnia 25 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz i spółkach publicznych, DzU 2005, nr 184, poz. 1539.

Ustawa z dnia 25 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz i spółkach publicznych, DzU 2005, nr 184, poz. 1539.

*Zasady działania Catalyst* (stan na 1.10.2012 r.), [http://gpwcatalyst.pl/pub/files/materialy\\_do\\_pobrania/Zasady\\_Dzialania\\_Catalyst.pdf](http://gpwcatalyst.pl/pub/files/materialy_do_pobrania/Zasady_Dzialania_Catalyst.pdf) (10.11.2013).

## **CORPORATE BONDS AS A SOURCE OF CAPITAL FOR SMALL AND MEDIUM ENTERPRISES**

### **Summary**

The presented article describes the role of corporate bonds in financing small and medium-sized companies. Firstly, there is information about corporate bonds market in Poland. The author shows debt instruments market structure and share corporate bonds in it with itemized role of small and medium enterprises. In the second part, the author presents short description of corporate bonds as a source of capital based on Polish regulation, aims of using this financial debt instruments by small and medium-sized companies with particular attention focus on Catalyst – new bonds market in Poland. Main part of article is comparison between banking credit and corporate bonds, which is groundwork to analyze advantages and disadvantages of financing small and medium enterprises by corporate bonds.

**Keywords:** corporate bonds, source of capital, corporate finance, Catalyst

*Translated by Bartosz Orliński*