

Andrzej Janowicz*

EMISJA OBLIGACJI KORPORACYJNYCH – KORZYŚCI DLA EMITENTÓW I INWESTORÓW

DOI: 10.26399/meip.1(60).2018.04/a.janowicz

WPROWADZENIE

Produkt krajowy brutto Unii Europejskiej w 2016 roku wyniósł 14,8 bln euro – wynika z danych Eurostatu. Ponad połowę tej kwoty wygenerowały trzy państwa członkowskie: Niemcy, Wielka Brytania i Francja. Z PKB sięgającym 3,1 bln euro, Niemcy są najsilniejszą gospodarką UE, wytwarzając ponad jedną piątą (21,1%) unijnego PKB. Do największych gospodarek Unii należą ponadto: Wielka Brytania (16%), Francja (15%), Włochy (11,3%), Hiszpania (7,5%) i Holandia (4,7%). Polska z PKB na poziomie 424,6 mld euro, uplasowała się na 8 miejscu w UE (2,9% unijnego PKB). Natomiast PKB *per capita* (liczony według parytetu siły nabywczej) o wartości nominalnej 11 200 euro, która stanowi 69% przeciętnego PKB *per capita* Unii Europejskiej, klasyfikuje Polskę na odległej 24 pozycji wśród państw członkowskich. Przyjmując rozpowszechniony w literaturze pogląd, że PKB *per capita* jest jednym z najbardziej obiektywnych wskaźników pozwalających ocenić i porównać bogactwo krajów, a pośrednio także poziom życia obywateli, to w 2016 r. tylko cztery kraje UE były biedniejsze od Polski – Bułgaria, Chorwacja, Łotwa i Rumunia¹.

* Andrzej Janowicz – dr, Akademia Finansów i Biznesu Vistula w Warszawie, andrzej.janowicz.1@gmail.com

¹ Real GDP per capita, <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&plugin=1&pcode=tsdec100&language=en> [dostęp: 18.06.2017].

Tabela 1

Skala wpływu poszczególnych kategorii na wzrost realny PKB (w pkt. proc.)
w latach 2012–2016 (ceny średnioroczne roku poprzedniego)

Wyszczególnienie	2012	2013	2014	2015	2016
Produkt krajowy brutto	1,6	1,4	3,3	3,9	2,8
Popyt krajowy	-0,5	-0,6	4,7	3,3	2,7
Spożycie ogółem	0,4	0,6	2,2	2,3	2,8
w tym: spożycie w sektorze gospodarstw domowych	0,5	0,2	1,5	1,9	2,1
Akumulacja brutto ^a	-0,9	-1,2	2,5	1,0	-0,1
w tym: nakłady brutto na środki trwałe	-0,4	-0,2	1,9	1,2	-1,1
Saldo obrotów z zagranicą	2,1	2,0	-1,4	0,6	0,1
Wartość dodana brutto	1,5	1,3	2,9	3,3	2,3

^a Definicja: Przyrost majątku narodowego w określonym czasie obejmujący, w ujęciu wartościowym, nakłady brutto na środki trwałe, przyrost rzeczowych środków obrotowych, nabycie aktywów o wyjątkowej wartości pomniejszone o ich rozdysponowanie.

Źródło: Produkt krajowy brutto w 2016 r. Departament Rachunków Narodowych GUS, Warszawa 31.01.2017 r.

Również niekorzystnie na tle państw UE wygląda struktura polskiego PKB charakteryzująca się bardzo wysokim udziałem spożycia (konsumpcji) i niskim inwestycji. Wzrost gospodarczy na poziomie 2,8% w roku ubiegłym – był znacznie niższy od oczekiwań właśnie ze względu na znaczący spadek inwestycji.

1. NISKI POZIOM NAKŁADÓW INWESTYCYJNYCH W POLSCE

Po dwuletnim okresie szybkiego, dwucyfrowego wzrostu inwestycji rok 2016 przyniósł silny spadek nakładów na inwestycje w gospodarce narodowej (spadek o 5,5%, r/r, ceny stałe) i głębszy spadek inwestycji w sektorze przedsiębiorstw (spadek o 13%, po wzroście o 11,9% w poprzednim roku). O ile w gospodarce narodowej w ostatnim kwartale ubiegłego roku nastąpiło już pewne wyhamowanie tempa redukcji nakładów, to w sektorze przedsiębiorstw skala redukcji inwestycji na środki trwałe pogłębiła się. W IV kw. 2016 r.

przedsiębiorstwa obniżyły inwestycje o 20,2% (po spadku o 12,2% w III kw., r/r, ceny stałe, dane kwartalne)².

Inwestycje przedsiębiorstw obniżyły się również w relacji do posiadanego przez firmy majątku trwałego. Przełożyło się to na gwałtowny spadek tempa odnawiania majątku. Podobne pogorszenie tej relacji odnotowano w okresie spowolnienia przełomu lat 2008/2009³.

Klimat inwestycyjny w ubiegłym roku pogarszała również zwiększona niepewność w otoczeniu przedsiębiorstw (niepewność regulacyjna oraz niepewność polityczna, gospodarcza, mająca źródła w sytuacji krajowej i międzynarodowej). Wyniki raportu NBP potwierdziły, że wysoka niepewność zmniejsza prawdopodobieństwo podjęcia przez przedsiębiorstwo decyzji o rozpoczęciu inwestycji i negatywnie wpływa na skalę inwestycji⁴.

Komisja Europejska w najnowszym raporcie kolejny już raz zwraca uwagę na niski poziom inwestycji w Polsce. Stwierdza, że w 2016 r. stosunek inwestycji do PKB pogłębił spadek poniżej unijnej średniej, co wynikało ze znacznego zmniejszenia się aktywności w zakresie zarówno inwestycji publicznych, jak i inwestycji sektora prywatnego. Również wartość inwestycji mieszkaniowych jest znacznie niższa niż średnia w UE, co najprawdopodobniej odzwierciedla różne preferencje dotyczące bieżącej konsumpcji w porównaniu z inwestycjami mieszkaniowymi oraz istniejące bariery dla rozwoju prywatnego rynku wynajmu. Co gorsza, wartość inwestycji w aktywa niematerialne i prawne najbardziej potrzebne dla rozwoju gospodarczego (oprogramowanie, prawa własności intelektualnej oraz badania i rozwój) jest szczególnie niska w porównaniu do średniej w UE⁵.

Niski poziom nakładów inwestycyjnych w Polsce (liczony jako procent PKB) potwierdzają dane Banku Światowego, który w opracowanym według tego wskaźnika rankingu sklasyfikował Polskę na 24 miejscu w Europie i na 101 w świecie – na 200 ocenianych państwach⁶.

Małgorzata Starczewska-Krzysztozek, główna ekonomistka Konfederacji Lewiatan uważa, że obecna struktura PKB oparta na konsumpcji i zapasach nie gwarantuje wzrostu gospodarczego. Stwierdza, że bez wzrostu inwesty-

² Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw. Departament Analiz Ekonomicznych, Nr 02/17 (kwiecień 2017 r.), Warszawa 2017, s. 31.

³ *Ibidem*, s. 32.

⁴ *Ibidem*, s. 31.

⁵ Komisja Europejska. Sprawozdanie krajowe – Polska 2017 r. SWD(2017) 86 final. Bruksela 22.02.2017 r., s. 33.

⁶ Capital investment as percent of GDP, 2015. Source: The World Bank. Podano za: http://www.theglobaleconomy.com/rankings/Capital_investment [dostęp: 20.06.2017].

cji w 2017 r. rozwój gospodarki będzie słabszy nie tylko w bieżącym roku, ale także w kolejnych latach⁷. Wielu innych ekspertów również ostrzega, że wzrost roli konsumpcji w tworzeniu PKB – preferowany przez rząd – będzie prowadził do dalszego spadku inwestycji krajowych⁸.

W tej kwestii nic nie utraciła na aktualności opinia Ewy Czerwińskiej z 2001 r.:

„Szanse Polski na szybki wzrost gospodarczy i zmniejszenie dystansu rozwojowego do krajów Unii zależą w dużej mierze od wielkości nakładów inwestycyjnych. Okres wysokiego tempa inwestowania to okres ekspansji sektora przedsiębiorstw i dobrej koniunktury gospodarczej. Zahamowanie działań inwestycyjnych, podstawowego czynnika wzrostu gospodarczego, wiąże się z osłabieniem gospodarczym. Dynamika inwestycji jest więc jednym z kluczowych wskaźników kondycji gospodarki”⁹.

Poziom rozwoju ekonomicznego danego kraju w dużym stopniu determinują warunki funkcjonowania przedsiębiorstw oraz stopień ich konkurencyjności na rynkach wewnętrznych i międzynarodowych. Widoczne jest tu występowanie szczególnego sprzężenia zwrotnego wskazującego na to, że nowoczesne, dobrze zarządzane i sprawnie funkcjonujące przedsiębiorstwa wyrastają w warunkach rozwiniętych krajów, które z kolei zwiększają dochód dzięki efektywności tych firm. Dobra kondycja ekonomiczna przedsiębiorstw jest podstawowym warunkiem rozwoju gospodarczego, który determinuje wzrost PKB, stabilność rynku pracy, dobrą sytuację gospodarstw domowych i międzynarodową konkurencyjność gospodarki¹⁰.

⁷ M. Starczewska-Krzysztozek, *Wzrost PKB oparty na konsumpcji i zapasach złe wroży przyszłości polskiej gospodarki*, 01.02.2017. <http://www.strefabiznesu.pl/wiadomosci/a/wzrost-pkb-oparty-na-konsumpcji-i-zapasach-zle-wrozy-przyszlosci-polskiej-gospodarki,11749518> [dostęp: 22.06.2017].

⁸ *Spadek inwestycji może być zagrożeniem dla gospodarki*, 31.12.2016, <http://biznes.gazetaprawna.pl/artykuly/1006836,gospodarka-polski-w-2017.html> [dostęp: 22.06.2017].

⁹ E. Czerwińska, *Nakłady inwestycyjne w gospodarce polskiej*, „Informacja nr 801” Kancelaria Sejmu Biuro Studiów i Ekspertyz, wrzesień 2001, s. 2.

¹⁰ Szerzej na ten temat patrz: R. Trzeciakowski, *Bez podniesienia stopy inwestycji Polska nie dogoni bogatych państw Zachodu*. Komunikat FOR, Warszawa 24 września 2015 r.; J. Hausner, M. Gronicki, *Inwestycje a rozwój gospodarczy*, „Rzeczpospolita” 09.06.2016.

2. ŹRÓDŁA FINANSOWANIA INWESTYCJI

Prowadzenie działalności gospodarczej, niezależnie od jej skali i charakteru, wymaga zwykle zapewnienia odpowiednich źródeł finansowania (wewnętrzne/zewnętrzne, kapitał własny/obcy). Biorąc pod uwagę różnorodność dostępnych źródeł finansowania, decyzja w zakresie doboru odpowiednich funduszy ma kluczowe dla firmy znaczenie. Wybór struktury finansowania przedsiębiorstwa zależy od wielu czynników. Do najważniejszych z nich należą: koszt kapitału, skłonność do ponoszenia ryzyka, struktura majątku przedsiębiorstwa, system podatkowy, rozwój ekonomiczny kraju, branża w jakiej działa firma, wielkość firmy i możliwości generowania zysków¹¹. Aleksandra Duliniec na podstawie analizy podstawowych determinantów kształtowania struktury finansowania przedsiębiorstw wyciąga wnioski, że żadna z teorii struktury kapitału nie wyjaśnia w pełni finansowych decyzji przedsiębiorstw. Uważa, że do najważniejszych determinantów tych decyzji należy zaliczyć: rentowność przedsiębiorstwa, jego wielkość, potencjał wzrostu, materialność aktywów, oczekiwaną inflację oraz przeciętny poziom wskaźnika dźwigni finansowej dla branży¹².

Podjmując (opierając się na praktyce i danych empirycznych) próbę ustalenia rankingu najkorzystniejszych obecnie źródeł finansowania przedsiębiorstw, biorąc pod uwagę przede wszystkim koszty pozyskania kapitału oraz rozpatrując je w ujęciu wartościowym i czasowym, a także wpływu pozyskanych środków na kształtowanie się wartości przedsiębiorstwa, można na pierwszym miejscu wskazać emisję akcji, a za najgorszy sposób finansowania uznać kredyt bankowy¹³.

¹¹ W. Nawrot, *Struktura finansowa przedsiębiorstw w Polsce na tle badań międzynarodowych*, „Gospodarka Narodowa” 2007, nr 7–8, s. 20.

¹² A. Duliniec, *Wybór źródeł finansowania a optymalna struktura kapitału w przedsiębiorstwie*. „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse. Rynki finansowe, Ubezpieczenia” 2015, nr 74, t. 2, s. 73.

¹³ W okresie styczeń 2012 r.–grudzień 2016 r. średni koszt poniesiony przez spółki krajowe w stosunku do wartości oferty nowej emisji w kwocie od 51 mln zł–100 mln zł wyniósł 3,2%. Koszty te są zapisane jako niematerialne i prawne i są amortyzowane przez pięć lat. Czyli koszt pozyskania 100 mln zł wyniósłby 3,2 mln zł. Natomiast szacunkowy koszt bankowego kredytu inwestycyjnego o wartości 100 mln zł, przy 10-letnim okresie spłaty (wg danych udostępnionych przez jeden z banków), liczony według RRSO – czyli rzeczywistej rocznej stopy oprocentowania, wyniósłby ok. 70 mln zł plus spłata kwoty kredytu. Najczęściej też zabezpieczenie kredytu żądane przez bank przekracza kwotę zaciągniętego kredytu. Z podanego przykładu wynika, że koszt kredytu (170 mln zł do 3,2 mln zł) jest 53 razy droższy od emi-

Dane ze sprawozdań finansowych, jak i dane ankietowe z Szybkiego Monitoringu wskazują, że podstawowym źródłem finansowania działalności rozwojowej są nadal środki własne przedsiębiorstw. Jednocześnie mimo sprzyjających warunków na rynku kredytowym, na które składają się historycznie niskie stopy procentowe NBP i wysoka dostępność kredytów, wystąpiła obniżona (w stosunku do długookresowych średnich) rola kredytów bankowych. Według danych GUS 68,3% nakładów na inwestycje poniesionych przez sektor przedsiębiorstw w 2015 r. (ostatnie dostępne dane dla przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 49 pracowników) zostało pokrytych z własnych zasobów, a jedynie 11,9% – z kredytów i pożyczek. Udział środków z zagranicy stanowił 9,0% finansowania, a zadłużenie z innych źródeł 3,4%¹⁴.

Leasing to po kredycie bankowym najpopularniejsze zewnętrzne źródło finansowania inwestycji dla polskich przedsiębiorstw. W 2015 r. wzrost rynku leasingu nieznacznie wyhamował, niemniej wyniósł ponad 16% r/r (rok wcześniej ponad 21,3%). Wartość inwestycji sfinansowanych przez polskich leasingodawców w 2016 r. wyniosła nieco ponad 58,2 mld zł, przy tempie wzrostu rynku leasingu sięgającym 16% w ujęciu rocznym¹⁵.

Z przeprowadzonej przez NBP gruntownej analizy, wynika, że duże i średnie przedsiębiorstwa niefinansowe w Polsce nie napotykały istotnych barier w dostępie do finansowania. Jedną z zasadniczych przyczyn tej sytuacji jest dobra, od wielu lat, i potwierdzana zarówno przez wskaźniki ilościowe, jak i jakościowe, sytuacja ekonomiczna sektora przedsiębiorstw niefinansowych (SPN). W szczególności, sektor ten charakteryzuje bardzo dobra płynność i wysoka rentowność. Jednocześnie poziom jego zadłużenia jest niski. Czynniki te, jak również dobra i stabilna sytuacja sektora bankowego w Polsce, ułatwiają dostęp firm do zewnętrznych źródeł finansowania¹⁶. Warte uwagi są

sji akcji albo, ujmując inaczej, o ponad 5000%! Wpływy z emisji akcji podwyższają kapitał spółki, i są kapitałem własnym, bezzwrotnym. Ale chyba największą zaletą emisji akcji jest fakt, że pozyskane środki mogą być wyłącznie przeznaczone na rozwój, czyli inwestycje. Paradoksalnie koronnego argumentu, że nieporównanie korzystniejszym źródłem finansowania jest emisja akcji niż kredyt bankowy, dostarczają same banki. Dla 14 największych banków notowanych na GPW (indeks WIG-Banki) emisja akcji jest właśnie głównym instrumentem zwiększenia kapitałów własnych (stan na 23.06.2017). Szerzej: A. Janowicz, *Emisja akcji alternatywą dla kredytu bankowego w finansowaniu przedsiębiorstw*, „Ekonomiczno-Informatyczny Kwartalnik Teoretyczny” 2007, nr 13, Wyższa Szkoła Ekonomiczno-Informatyczna w Warszawie.

¹⁴ *Środki trwałe w gospodarce narodowej w 2015 roku*, GUS, Warszawa 2016, s. 43.

¹⁵ Szybki Monitoring NBP..., *op. cit.*, s. 56.

¹⁶ *Dostępność finansowania przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce*, NBP, Warszawa 2016, s. 4.

dotychczasowe wyniki Szybkiego Monitoringu, które pokazują, że dynamika wzrostu inwestycji jest wyraźnie zróżnicowana w zależności od źródeł finansowania inwestycji¹⁷.

3. KORZYŚCI WYNIKAJĄCE Z EMISJI OBLIGACJI KORPORACYJNYCH

Zgodnie z definicją, obligacja jest papierem wartościowym emitowanym w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji, zwanego dalej „obligatariuszem”, i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia. Przedstawiona definicja zawarta jest w ustawie o obligacjach z dnia 15 stycznia 2015 r. (Dz.U. 2015 poz. 238 art. 4).

Z powyższej definicji wynikają dwie ważne dla inwestora kwestie:

- obligacja jest papierem wartościowym, w przeciwieństwie do długu wynikającego z umowy pożyczki,
- obligacja jest dokumentem poświadczającym zobowiązanie emitenta z tytułu zaciągniętego długu.

W świetle powyższych rozważań, można przyjąć, że z kilku powodów emisja obligacji może stanowić dla firmy bardzo ciekawą alternatywę w stosunku do kredytu bankowego i emisji akcji.

Tabela 2

Porównanie cech emisji obligacji oraz kredytu bankowego

Kredyt bankowy	Emisja obligacji
Jeden pożyczkodawca lub konsorcjum banków dla większych kredytów. Limity zaangażowania mogą ograniczyć wielkość kredytu, nie zaspokajając potrzeb kredytobiorcy.	Duża liczba inwestorów, których pojedyncze udziały w wielkości emisji mogą być niskie i akceptowalne z punktu widzenia ryzyka inwestycyjnego.
Wysokość oprocentowania, sposób jego ustalania (zmiennie czy stałe) i harmonogram spłat określa bank. Niewielkie możliwości negocjacji, dostępne tylko przy dużych kredytach.	Wysokość, zasady oprocentowania i okresy spłat określa emitent przed przystąpieniem do oferty sprzedaży obligacji (warunki muszą odpowiadać inwestorom, aby emisja zakończyła się sukcesem)

¹⁷ Szybki Monitoring NBP..., *op. cit.*, s. 43.

Tabela 2 (cd.)

Kredyt bankowy	Emisja obligacji
Bank decyduje o rodzaju zabezpieczenia kredytu i jego wysokości. Najczęściej żąda zabezpieczenia o wartości znacznie przekraczającej kwotę zaciąganego kredytu.	Forma zabezpieczenia spłaty obligacji ustalana przez emitenta. Możliwa emisja obligacji niezabezpieczonych lub zabezpieczonych częściowo.
Spłata rat kredytu, składając się zarówno z części odsetkowej, jak i kapitałowej, odbywa się zazwyczaj miesięcznie. Stanowią one poważne obciążenie kredytobiorcy w okresie realizacji projektu.	Okresowe płatności tylko odsetkowe, spłata kapitału w momencie wykupu obligacji – kapitał dostępny w całości przez cały okres zadłużenia.
Koszty: prowizje i opłaty banku, koszty ustanowienia zabezpieczeń.	Emitent ponosi koszty organizacyjne oraz formalnoprawne związane z emisją obligacji, wprowadzeniem i utrzymywaniem w obrocie zorganizowanym.
Uzgodnione w umowie informacje o sytuacji finansowej kredytobiorcy oraz prawo banku do żądania dodatkowych informacji w przypadku jakichkolwiek wątpliwości.	Obowiązki informacyjne wynikające ze statusu spółki publicznej, uregulowane odpowiednimi aktami prawnymi.
Brak publicznej promocji kredytobiorcy. Kontakt tylko na linii bank–klient, ograniczony przepisami o tajemnicy bankowej.	Publiczna promocja emitenta, jeżeli obligacje są notowane na rynku zorganizowanym.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Catalyst i innych.

Każdej firmie zależy przede wszystkim na dywersyfikacji źródeł pozyskiwania kapitału, dlatego jeżeli spółka skorzystała już z możliwości kredytowania to kolejne środki powinny pochodzić z innego źródła – na przykład emisja obligacji. Ważnym aspektem przy porównywaniu obligacji z kredytem bankowym czy emisją akcji jest ich dostępność dla poszczególnych przedsiębiorstw. Warto więc wiedzieć, że spółka decydująca się na emisję obligacji nie musi być spółką akcyjną. Jest to szczególnie ważne dla mniejszych firm, które nie osiągnęły jeszcze tej formy organizacyjnej, a których potrzeby finansowe są porównywalne.

Zaletą emisji obligacji jest też elastyczna forma pozyskania kapitału, ponieważ to emitent ustala parametry oferty (oprocentowanie, zapadalność,

częstotliwość wypłaty odsetek, zabezpieczenie). Środki finansowe pozyskane z emisji obligacji mogą być przeznaczone na działalność bieżącą lub inwestycyjną przedsiębiorstwa. Dla spółek poszukujących finansowania dłużnego jest to atrakcyjna alternatywa wobec kredytu bankowego (zob. tab. 2). Emisja obligacji umożliwia pozyskanie środków na cele, które cechują się wyższym ryzykiem i są niechętnie finansowane przez banki. Emisja obligacji stanowi dobre rozwiązania w szczególności dla firm z poszczególnych sektorów rynkowych, które mają problem z uzyskaniem kredytu bankowego. Brak możliwości uzyskania kredytu nie musi wcale wynikać z powodu słabej sytuacji finansowej spółki. Banki warunkują udzielenie kredytu także od wartości zabezpieczenia czy od branży, ponieważ jeżeli mają zbyt duże ekspozycje w danej branży (np. deweloperzy czy firmy windykacyjne) nie udzielają większej ilości kredytów. Pozyskanie finansowania w formie emisji obligacji jest często procesem znacznie szybszym od otrzymania kredytu bankowego, a środki z emisji mogą zostać przeznaczone na bardziej ryzykowne cele¹⁸.

Obligacje korporacyjne, ze względu na swoje zalety, budzą rosnące zainteresowanie ze strony firm, które widzą w nich atrakcyjną alternatywę dla kredytu bankowego. Wzrost zainteresowania tą formą inwestowania ze strony firm potwierdza widoczny w ostatnich kilku latach bardzo intensywny wzrost rynku obligacji korporacyjnych. Zwiększyła się zarówno liczba emitentów i sektorów, które reprezentują, jak i podmiotów zajmujących się oferowaniem emisji. Także popyt ze strony instytucji oraz inwestorów indywidualnych jest coraz większy.

¹⁸ <http://bestcapital.pl/emisja-obligacji-przedsiębiorstwa-jako-sposob-na-pozyskanie-kapitalu-na-rozwoj-firmy> [dostęp: 30.06.2017].

Tabela 3

Rynek nieskarbowych instrumentów dłużnych i kredytów w latach 2008–2016

Wyszczególnienie	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Wartość rynku mld zł	44,7	47,9	67,2	97,5	117,7	123,2	139,4	146,5	158,3
dynamika w skali roku	5,1%	7,3%	40,2%	45,0%	20,7%	4,7%	13,1%	5,1%	8,0%
Krótkoterminowe papiery dłużne mld zł	12,9	9,9	14,7	22,2	25,3	19,1	19,0	11,9	13,8
dynamika w skali roku	-5,9%	-23,0%	48,4%	50,4%	18,5%	-27,4%	-0,6%	-37,3%	16,2%
Obligacje przedsiębiorstw (pow. 365 dni) mld zł	14,9	12,1	17,5	24,1	31,3	37,7	52,6	63,8	68,9
dynamika w skali roku	7,7%	-18,6%	44,6%	37,6%	29,6%	20,5%	39,4%	21,3%	7,9%
Obligacje banków (pow. 365 dni) mld zł	12,3	18,9	24,0	36,7	44,3	47,7	48,6	50,7	55,6
dynamika w skali roku	14,4%	53,0%	26,8%	52,8%	20,7%	7,7%	1,8%	4,4%	9,7%
Obligacje komunalne (pow. 365 dni) mld zł	4,4	6,9	10,8	14,3	15,6	18,5	19,1	20,0	19,8
dynamika w skali roku	8,0%	54,8%	57,2%	32,2%	8,8%	18,8%	3,0%	4,8%	-0,6%
Kredyty ogółem mld zł	653,6	713,9	787,5	911,3	935,2	971,9	1043,1	1118,5	1172,1
Kredyty dla przedsiębiorstw mld zł	233,3	222,1	219,7	264,5	272,2	278,0	300,9	327,3	344,9
dynamika w skali roku	35,8%	-4,8%	-1,0%	20,4%	2,9%	2,1%	8,2%	8,8%	5,3%
w tym: kredyty inwestycyjne mld zł	65,4	64,4	65,3	84,0	81,6	87,0	96,0	106,5	113,6
dynamika w skali roku	39,7%	-1,5%	1,4%	28,6%	-2,8%	6,6%	10,3%	10,9%	6,6%
Kredyty przedsiębiorstw / w kredytach ogółem	35,9%	31,1%	27,9%	29,0%	29,1%	28,6%	28,8%	29,2%	29,4%
Obligacje przedsiębiorstw/ w kredyty inwestycyjne	22,8%	18,8%	26,8%	28,6%	38,4%	43,3%	54,8%	59,9%	60,6%

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów Fitch Rating&Rynek, NBP, KNF.

4. ANALIZA RYNKU NIESKARBOWYCH PAPIERÓW DŁUŻNYCH W POLSCE

Przyjęty w tabeli 3 okres badawczy obejmujący lata 2008–2016 miał na celu pokazanie m.in. wpływu kryzysu finansowego w latach 2008–2009 na rynek kredytowy i nieskarbowych papierów dłużnych. Na koniec 2016 r. wartość papierów dłużnych wyemitowanych przez banki, przedsiębiorstwa i jednostki samorządu terytorialnego osiągnęła wartość 158,3 mld zł, a więc zwiększyła się w ciągu roku o 8%. Natomiast w latach 2008–2016 wartość tych emisji wzrosła ponad 3,5 razy, tj. o 354,1%. Największy wzrost odnotowano w przypadku długu przedsiębiorstw – wartość emisji obligacji korporacyjnych wzrosła aż o 462,4%. Znacznie niższy był wzrost kredytów ogółem o 179,3%. W 2016 r. obligacje przedsiębiorstw miały największy, bo wynoszący 43,53%, udział w strukturze rynku nieskarbowych papierów dłużnych, udział banków wyniósł 35,15%, a obligacji komunalnych 12,56%. Widoczna jest również dominacja przedsiębiorstw jako emitentów obligacji, których wartość emisji w 2016 r. wyniosła 16,2 mld zł, co stanowiło 61,57% wartości rynku.

Szczególnego znaczenia nabiera fakt (przyjmując, że kredyty są najmniej korzystnym źródłem finansowania przedsiębiorstw), że z danych zamieszczonych w tabeli 3 wynika, iż tempo wzrostu wartości obligacji nieskarbowych, a zwłaszcza obligacji przedsiębiorstw, w ostatnich latach jest wyższe niż tempo przyrostu kredytów. Na rosnącą rolę obligacji korporacyjnych wskazuje ich relacja do wielkości kredytów inwestycyjnych dla przedsiębiorstw, która wzrosła z 22,8% w 2008 r. do 66,6% w 2016 r., czyli prawie 3-krotnie.

5. NOTOWANIE OBLIGACJI NA RYNKU CATALYST

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie oraz spółka z jej grupy kapitałowej BondSpot 30 września 2009 r. powołały do życia pierwszy w Polsce zorganizowany rynek instrumentów dłużnych pod nazwą Catalyst. Rynki objęte wspólną nazwą Catalyst, są dostosowane do emisji o różnych wielkościach i różnej charakterystyce. W strukturze Catalyst funkcjonują dwa rynki detaliczne prowadzone przez Giełdę oraz dwa rynki przeznaczone dla klientów hurtowych, prowadzone przez BondSpot. Na platformach transakcyjnych Giełdy oraz BondSpot są prowadzone notowania obligacji korporacyjnych, obligacji komunalnych oraz listów zastawnych. Wartość nominalna obligacji objętych wnioskiem o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym (detalicznym) prowadzonym przez Giełdę powinna wynosić lub stanowić równowartość co najmniej 4 000 000 złotych. Na obu rynkach hurtowych prowa-

dzonych przez BondSpot próg dopuszczenia emisji wynosi 5 000 000 złotych¹⁹. Catalyst nie jest rynkiem jednolitym. Każdy emitent czy nawet seria obligacji znacznie się różnią. Papiery wyróżniają się nie tylko średnim oprocentowaniem, ale i współczynnikiem ryzyka, perspektywami branży i jej podatnością na koniunkturę, potencjalnymi stopami zwrotu oraz składnikami majątku mogącymi posłużyć jako zabezpieczenie zobowiązań wynikających z danych obligacji.

Tabela 4

Rynki na Catalyst

	Gielda	BondSpot
Regulowany	detaliczny, regulowany	hurtowy, regulowany
Alternatywny System Obrotu	detaliczny, Alternatywny System Obrotu	hurtowy, Alternatywny System Obrotu

Źródło: https://gpwcatalyst.pl/pub/CATALYST/files/materialy_informacyjne_o_rynku/Catalyst_broszura_korporacyjne.pdf

Podstawowy atut rynku Catalyst dla inwestorów, jakim jest transparentność obrotu, doskonale ilustruje giełdowe hasło „Catalyst – widzisz, co dzieje się z twoimi pieniędzmi”. Podobnie, jak pozostałe segmenty rynku giełdowego (Główny Rynek GPW i rynek New Connect), Catalyst ma wszystkie cechy, które czynią, że obrót jest bezpieczny i przejrzysty. Wraz z rynkiem Catalyst pojawiła się szansa, z jednej strony, na rozwój finansowania przedsięwzięć gospodarczych z wykorzystaniem emisji obligacji, z drugiej – korzystnego i elastycznego lokowania wolnych środków w instrumenty dłużne przez większą niż dotąd grupę inwestorów instytucjonalnych i indywidualnych. Dla inwestorów ważną cechą Catalyst jest także rynkowa wycena instrumentów i możliwość zamknięcia inwestycji na rynku²⁰. Wyniki najnowszej edycji raportu Catalyst potwierdzają, że polski rynek długu nadal jest atrakcyjną formą pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorstwa. Ponadto, pomimo mniejszej liczby debiutów oraz wartości pozyskanego przez emitentów kapitału, 2016 rok był rekordowy pod względem liczby ofert publicznych, a emitenci wprowadzili do obrotu więcej emisji niż w roku 2015.

¹⁹ Catalyst – nowa propozycja dla emitentów, <http://www.gpwcatalyst.pl/1233#top> [dostęp: 05.07.2017].

²⁰ T. Puzyrewicz, *Przewodnik dla inwestorów – obligacje na rynku Catalyst*, Gielda Papierów Wartościowych w Warszawie SA, Warszawa 2011, s. 7.

Rynek Catalyst bez wątpienia pozostaje niekwestionowanym liderem wśród państw Europy Środkowo-Wschodniej (CEE). Polski rynek długu od początku istnienia jest niekwestionowanym liderem wśród państw regionu Europy Środkowo-Wschodniej (CEE). Zgodnie z danymi za 2016 rok, opublikowanymi przez Federation of European Securities Exchanges (FESE), łączna liczba instrumentów dłużnych, notowanych na Catalyst na koniec 2016 roku wyniosła 566 serii, dzięki czemu polski rynek jest aż o 392,2% większy od drugiego pod względem liczby notowanych instrumentów – rynku czeskiego. Ponadto, Catalyst wiezie również prym w regionie CEE pod kątem wartości transakcji przeprowadzonych w latach 2010–2016, z całkowitym obrotem rzędu 3,2 mld Euro.

Kluczowe liczby obrazujące wielkość rynku Catalyst²¹

- 3,2 mld EURO** – całkowita wartość obrotów na rynku Catalyst w latach 2010–2016 – największa w regionie CEE
- 15,0 mld zł** – wartość łącznych obrotów sesyjnych do końca 2016 roku
- 1,3 mld zł** – wartość obrotów sesyjnych w 2016 roku*
- 5,0 mld zł** – wartość emisji wprowadzonych w 2016 roku*
- 1,6 mld zł** – wartość emisji publicznych w 2016 roku*
- 52,1 mld zł** – skumulowana wartość emisji obligacji w Analizowanym Okresie
- 1,0 mln zł** – najniższa wartość emisji przeprowadzonej w 2016 roku*
- 51,3 mln zł** – średnia wartość jednej emisji w Analizowanym Okresie**
- 230,0 mln zł** – najwyższa wartość emisji przeprowadzonej w 2016 roku*
- 139** – liczba wprowadzonych serii obligacji w 2016 roku*
- 15** – liczba podmiotów debiutujących na Catalyst w 2016 roku*
- 87,8%** – udział emisji obligacji korporacyjnych w liczbie wszystkich wprowadzonych do obrotu w Analizowanym Okresie**
- 75,5%** – udział emisji prywatnych w liczbie wszystkich emisji w 2016 roku*
- 34,5%** – udział obligacji zabezpieczonych w ogólnej liczbie emisji w 2016 roku*
- 10,50%** – najwyższe oprocentowanie obligacji w 2016 roku*
- 8,36%** – średnie oprocentowanie obligacji przedsiębiorstw w Analizowanym Okresie**

²¹ Objaśnienie:

* **Analizowana Grupa**

Emisje obligacji komunalnych, spółdzielczych i korporacyjnych, wprowadzone do obrotu na Catalyst z wyłączeniem emisji Skarbu Państwa, Europejskiego Banku Inwestycyjnego, Banku Gospodarstwa Krajowego, euroobligacji oraz listów zastawnych.

** **Analizowany Okres**

Okres od 30 września 2009 roku do 31 grudnia 2016 roku.

Raport Catalyst w 2016 roku – Podsumowanie i perspektywy, Grant Thornton i GPW, Edycja V, czerwiec 2017, s. 6–7.

6. STRUKTURA EMISJI OBLIGACJI KORPORACYJNYCH

Na koniec 2016 roku liczba instrumentów dłużnych notowanych na Catalyst osiągnęła 566 serii wyemitowanych przez 176 emitentów, z czego 68% stanowiły obligacje korporacyjne. Natomiast wartość instrumentów notowanych na koniec 2016 roku (z wyłączeniem obligacji skarbowych) osiągnęła 81,8 mld zł. Struktura wartościowa tych instrumentów kształtowała się następująco: Obligacje korporacyjne – 84,2%, Listy zastawne – 11,1%, Obligacje komunalne – 4,0%, Obligacje spółdzielcze – 0,7%.

Łączna liczba emisji obligacji korporacyjnych, wprowadzonych do obrotu na Catalyst w Analizowanym Okresie, osiągnęła pod koniec 2016 roku 893 serie, co stanowiło 87,8% wszystkich emisji przeprowadzonych w tych latach przez pozostałe podmioty. Udział przedsiębiorstw w strukturze emitentów z roku na rok systematycznie wzrasta, z 44,4% na koniec 2009 roku do 81,1% na koniec 2016 roku. W 2016 roku przedsiębiorstwa stanowiły 91,4% wszystkich emitentów, którzy zdecydowali się wprowadzić obligacje do obrotu w tym okresie²².

Tabela 5

Sektory emitentów o największym udziale w rynku

Sektor	Liczba emitentów	Udział %
Usługi finansowe	60	19,2
Deweloperzy	51	16,3
Banki	33	10,6
JST	26	8,3

Źródło: Raport Catalyst w 2016..., *op. cit.*, s. 24.

Główną rolę na Catalyst nadal odgrywają oferty obligacji o charakterze prywatnym, których udział wśród wszystkich emisji wprowadzonych do obrotu w 2016 roku wyniósł 75,5%. Największa pod względem wartości seria debiutująca w ubiegłym roku, wyemitowana została przez Echo Investment, właśnie w formie emisji prywatnej na łączną kwotę 230,0 mln zł. Rok 2016 potwierdził dominację spółek z sektora usług finansowych w strukturze podmiotów notowanych na rynku Catalyst (por. tab. 5). W ciągu ostatnich 5 lat ich liczba wzrosła o 28 nowych emitentów. W 2016 r. wartość emisji podmiotów z sekto-

²² *Ibidem*, s. 25.

ra usług finansowych stanowiła 33,1% wszystkich instrumentów wprowadzonych do obrotu przez wszystkie podmioty. Szczególną aktywnością na rynku obligacji charakteryzowały się spółki z branży deweloperskiej, których wartość emisji w ubiegłym roku wyniosła 1,5 mld zł. Jednym z najbardziej aktywnych podmiotów na rynku obligacji jest niewątpliwie firma KRUK, która w 2016 roku pozyskała poprzez rynek Catalyst aż 657,9 mln zł, w tym poprzez emisje publiczne, opiewające na największą sumę 300,0 mln zł. Warto zauważyć, że od początku funkcjonowania rynku Catalyst niemal co dziesiąty emitent był bankiem.

Wśród przedsiębiorstw emitujących obligacje notowane na rynku Catalyst znajdują się zarówno największe działające w Polsce podmioty, jak PKN Orlen czy PGNiG, jak również wiele małych i średnich przedsiębiorstw, przeprowadzających często emisje w kwotach wynoszących zaledwie kilka czy kilkanaście milionów złotych. Łącznie aż ok. 65,6% emisji obligacji na rynku Catalyst w latach 2009–2014 miało wartość mniejszą niż 30 mln zł. Potwierdza to, że rynek kapitałowy nadaje się do finansowania dłużnego zarówno przedsięwzięć małych, jak i dużych²³.

Rynek obligacji korporacyjnych w Polsce nie ogranicza się wyłącznie do rynku giełdowego. Oprócz niego funkcjonuje rynek pozagiełdowy, którego wartość nie jest dokładnie znana. Przy konserwatywnym założeniu, obrót na rynku pozagiełdowym dotyczącym obligacji korporacyjnych handlowanych wyłącznie przez fundusze inwestycyjne jest mniej więcej dwukrotnie większy od giełdowego. Do tego dochodzą jeszcze transakcje funduszy emerytalnych oraz innych osób prawnych i fizycznych, dlatego można szacować, że obrót na całym rynku obligacji korporacyjnych w Polsce jest kilkakrotnie większy od obrotu na rynku giełdowym²⁴.

7. OPROCENTOWANIE OBLIGACJI

Najczęściej wybieranym przez emitentów rodzajem obligacji w 2016 roku w dalszym ciągu były obligacje o zmiennym oprocentowaniu, stanowiące ponad 80,1% wszystkich emisji przeprowadzonych od początku funkcjonowania rynku. Najwyższe średnie oprocentowanie w analizowanym okresie

²³ *Rynek kapitałowy jako narzędzie finansowania rozwoju polskich regionów*, <https://www.pwc.pl/pl/publikacje/2015/rynek-kapitalowy-narzedzie-finansowania-rozwoju-regionow.html> [dostęp: 16.07.2017].

²⁴ P. Ludwiczak, *Obrót obligacjami korporacyjnymi wcale nie taki mały*, Michael/Ström Dom Maklerski, 28.06.2017, <https://michaelstrom.pl/raporty-i-analizy> [dostęp: 22.07.2017].

na dzień wprowadzenia do obrotu, ze względu na typ emitenta, zapewniają niezmiennie obligacje przedsiębiorstw – średnio 8,36%. Jednocześnie, jeden z najniższych poziomów oprocentowania oferowały banki komercyjne, na co wpływ może mieć ogólne przekonanie o większym bezpieczeństwie inwestycji w instrumenty tego typu podmiotów. Podobnie jak w 2015 roku, najniższy, bo średnio 5,41% kupon, oferowały samorzady terytorialne.

Do końca 2016 roku oferowane przez emitentów oprocentowanie zawierało się najczęściej w przedziale 5,00–6,00% – 160 emisji oraz 7,00–8,00% – 153 emisje. W 2016 roku aż 104 emisje, ze wszystkich 139 wprowadzonych do obrotu, pozwalały inwestorom zarobić więcej niż 5,00%²⁵. Prezentowane w tabeli 6 dane pokazują przede wszystkim nieporównanie wyższe oprocentowania obligacji niż lokat bankowych oraz zachęcającą do zakupu obligacji ich niską cenę emisyjną – 1000 zł.

W Polsce większość firm emituje obligacje o zmiennym oprocentowaniu, ale i w tej konstrukcji jest element stały – wysokość marży ponad stopę WIBOR. Realny zwrot z inwestycji jest w mniejszym stopniu zależny od wahań inflacji i WIBOR-u. Oznacza to, że jeśli Rada Polityki Pieniężnej podnosiłaby stopy procentowe, wówczas oprocentowanie obligacji wzrosłoby, w całości absorbując wzrost stopy WIBOR. Natomiast, gdy stopy WIBOR spadają, zmienne oprocentowanie obligacji także ujawnia swoje zalety. Zysk nominalny jest niższy, ale za to realny (pomniejszony o inflację) jest wyższy. Ponadto wiele obligacji ma oprocentowanie stałe, co uniezależnia je od koniunktury rynkowej i zmiany stawki WIBOR.

8. ZABEZPIECZENIE OBLIGACJI

Zabezpieczenie emisji dla wielu podmiotów, zwłaszcza debiutujących, stanowi kwestię mającą wpływ na sukces pozyskania kapitału poprzez rynek Catalyst. Zgodnie z ogólną zasadą za zobowiązania wynikające z instrumentów dłużnych odpowiada całym swoim majątkiem – obecnym i przyszłym – emitent, a ustanowienie zabezpieczenia ma być gwarancją zwrotu inwestorom pożyczonych środków. Zabezpieczenie stanowi zatem formę zaspokojenia obietnic w przypadku ewentualnej niewypłacalności emitenta. Wśród emisji zrealizowanych przez emitentów w całym Analizowanym Okresie największy udział, bo ponad 65,3%, miały obligacje niezabezpieczone. Wszystkie emisje przeprowadzone przez banki i JST oraz 56,7% emisji przedsiębiorstw odby-

²⁵ Raport Catalyst w 2016 roku..., *op. cit.*, s. 26–27.

ły się bez ustanawiania zabezpieczenia. Wśród emitentów decydujących się na ustanowienie zabezpieczenia najczęściej wybraną formą była hipoteka (35,5%) oraz zastaw (35,0%)²⁶. Zdaniem obserwatorów rynku bezpieczeństwa inwestowania w obligacje korporacyjne mogłaby poprawić większa chęć spółek do starania się o ratingi. Na razie występują o nie nieliczni, a przepisy wymagają ich jedynie w przypadku emisji kierowanych na rynki zagraniczne. Na rynkach rozwiniętych ponad 90% emitentów obligacji posiada rating kredytowy, nadany przez co najmniej jedną agencję ratingową. Duże spółki zamawiają często ratingi w dwóch lub trzech różnych agencjach. Na polskim rynku obligacji korporacyjnych ponad 90% emitentów nie posiada żadnego ratingu. Jedną z przeszkód w pozyskiwaniu ratingów jest często ich koszt²⁷.

Przedstawiona sytuacja rynku obligacji świadczy o tym, że rośnie świadomość korzyści wynikających z emisji papierów dłużnych. Dla inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych inwestycje w obligacje na Catalyst stają się z kolei ciekawym sposobem na dywersyfikację portfela inwestycyjnego oraz korzystne lokowanie kapitału. Fakt ten potwierdzają zarówno pojawiający się nowi emitenci, zwiększająca się liczba notowań kolejnych serii obligacji, a także wzrost wielkości obrotów papierów wartościowych notowanych na rynku Catalyst.

9. KORZYŚCI Z INWESTOWANIA W OBLIGACJE KORPORACYJNE

W obfitej literaturze poświęconej rynkowi nieskarbowych papierów dłużnych przebija się wyłącznie tematyka dotycząca ich emisji, natomiast rzadko można w niej napotkać chociaż wzmianki o nabywcach tych papierów. Dlatego warto poświęcić nieco uwagi korzyściom uzyskiwanych przez inwestorów, nabywców obligacji korporacyjnych, które, jak już wspomniano, wyróżnia najwyższe oprocentowanie wśród nieskarbowych papierów dłużnych. Niskie oprocentowanie lokat i kont oszczędnościowych w bankach poniżej 3% nie pozwala na realne zyski z inwestycji, a jest już tylko walką z inflacją. Powoduje to rosnące zainteresowanie inwestorów obligacjami korporacyjnymi, których zyski są zdecydowanie wyższe niż z lokat bankowych i z obligacji skarbowych. Główną zaletą obligacji korporacyjnych jest możliwość zarobienia wysokich odsetek bez względu na koniunkturę na giełdzie. Inwestor może także liczyć

²⁶ *Ibidem*, s. 28.

²⁷ M. Kwiatkowska, *Obligacje przedsiębiorstw coraz bardziej popularne*, „Dziennik Gazeta Prawna” z 13.06.2016.

na zysk kapitałowy, który wynika z różnicy między kupnem a sprzedażą obligacji oraz z reinwestycji odsetek. Powoduje to, że obligacje korporacyjne z powodzeniem mogą stanowić podstawę portfela inwestycyjnego. Inne zalety obligacji korporacyjnych to prosta konstrukcja oraz niskie koszty związane z inwestowaniem i ich posiadaniem²⁸.

Zakup obligacji korporacyjnych zasadniczo odbywa się na dwóch płaszczyznach – rynku wtórnym, na którym transakcje zawierane między inwestorami odbywają się bez udziału emitenta, oraz na rynku pierwotnym, gdzie inwestor nabywa obligacje bezpośrednio od spółki, jednak często przy udziale instytucji pośredniczących. Jest jeszcze trzecia możliwość zakupu obligacji (pośrednio) poprzez fundusze inwestycyjne. Ceny, po jakich sprzedawane lub kupowane są obligacje firm, kształtowane są przez rynkowe relacje podaży i popytu²⁹. Warto przypomnieć, jakie są różnice między poszczególnymi emisjami?

Na rynku pierwotnym emitent (przedsiębiorstwo) sprzedaje nowe papiery dłużne i cena emisyjna obligacji korporacyjnych jest przez niego ustalana. Odbywa się to zazwyczaj za pośrednictwem domu maklerskiego i polega na złożeniu oferty organizatorowi emisji przez obligatariusza w określonym terminie. Oferta może być publiczna (przeznaczona dla minimalnie 150 nieoznaczonych inwestorów) oraz prywatna (skierowana do maksymalnie 149 imiennie wskazanych inwestorów).

Na rynku wtórnym, którym jest Catalyst, emitent nie jest żadną ze stron transakcji, a umowy kupna i sprzedaży zawierane są pomiędzy inwestorami, natomiast cena obligacji korporacyjnych kształtowana jest przez podaż i popyt. Aby zawrzeć transakcję, trzeba mieć otwarty rachunek inwestycyjny w domu maklerskim. Prowizje brokerów działających na tym rynku wynoszą z reguły 0,15%–0,39% wartości transakcji.

Wszystkie transakcje zawierane na rynku Catalyst są gwarantowane przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych, a na wszystkich emitentach ciąży obowiązek informacyjny (dotyczące raportów bieżących i okresowych). Handel obligacjami przebiega w systemie notowań ciągłych – transakcje zawierane są podczas całej sesji giełdowej. Cena rynkowa obligacji podawana jest w procentach jej wartości nominalnej. Dla przykładu, cena 103% oznacza, że strony transakcji akceptują ją jako wartość nominalną danej obligacji. Jeśli wartość nominalna wynosi 1000 zł, to cena transakcji wynosi 1030 zł.

²⁸ J. Lotnik, *Korzyści z inwestowania w obligacje*, <http://korporacyjny.net/temat/korzysci-z-inwestowania-w-obligacje/> [dostęp: 12.07.2017].

²⁹ <http://inwestorski.com/2016/01/koszty-inwestowania-w-obligacje-korporacyjne/> [dostęp: 12.07.2017].

Tabela 6

Notowania obligacji korporacyjnych na rynku Catalyst (stan na 02.06.2017)

Emitent	Nazwa	Segment	Data pierwszego notowania	Rodzaj	Rodzaj procentowania	Wartość emisji	Wartość nominalna	Oprocentowanie w bieżącym okresie odsetkowym	Odsetki skumulowane (PLN)	Data wykupu	Okres do wykupu (lata)
1. Fast Finance	FFI0121	GPW ASO	20.06.2016	obligacja korporacyjna	stałe	6 989 000,00	1 000,00	10,50	14,96	15.01.2021	3,6
2. Xsystem	XSM0319	GPW ASO	06.02.2017	obligacja korporacyjna	stałe	1 174 000,00	1 000,00	10,00	18,36	31.03.2019	1,7
3. Gtb Metropolis Nieruchomości	GTB1117	GPW ASO	03.07.2015	obligacja korporacyjna	stałe	3 696 000,00	1 000,00	9,50	239,97	28.11.2017	0,4
4. Capital Service	CSX0717	GPW ASO	16.05.2016	obligacja korporacyjna	zmienne	1 050 000,00	1 000,00	9,35	14,60	10.07.2017	0,1
5. Capital Service	CSV0717	GPW ASO	16.05.2016	obligacja korporacyjna	zmienne	2 160 000,00	1 000,00	9,35	15,37	10.07.2017	0,1
6. Sms Kredyt Holding	SMS0418	GPW ASO	19.06.2015	obligacja korporacyjna	stałe	3 011 000,00	1 000,00	9,00	9,37	29.04.2018	0,8
7. Inwista	INV1217	GPW ASO	02.11.2015	obligacja korporacyjna	stałe	1 975 000,00	1 000,00	9,00	19,48	19.12.2017	0,5
8. Polbrand	PBD1017	GPW ASO	05.05.2015	obligacja korporacyjna	stałe	1 554 000,00	1 000,00	9,00	16,27	02.10.2017	0,3
9. Auxilia	AUX0119	GPW ASO	28.04.2017	obligacja korporacyjna	stałe	2 773 000,00	1 000,00	9,00	15,78	03.01.2019	1,6
10. Robinson Europe	RBS1017	GPW ASO	19.03.2015	obligacja korporacyjna	zmienne	1 027 000,00	1 000,00	8,73	12,20	17.10.2017	0,3

Źródło: opracowanie własne na podstawie: http://gpwcatalyst.pl/instrumenty_notowane?ph_main_content_1_order=bsi_oproc&ph_main_content_1_order_type=DESC [dostęp: 02.06.2017].

Inwestorami nieskarbowych papierów dłużnych mogą być osoby fizyczne, osoby prawne oraz jednostki organizacyjne tych osób, nieposiadające osobowości prawnej, zarówno rezydenci, jak i nierezydenci w rozumieniu prawa dewizowego. Inwestorzy powinni posiadać rachunek inwestycyjny w biurze maklerskim.

Do najważniejszych korzyści uzyskiwanych przez nabywców nieskarbowych papierów dłużnych można zaliczyć³⁰:

- zróżnicowanie posiadanych aktywów finansowych,
- inwestycja krótko- lub długoterminowa,
- możliwość uzyskania wyższej stopy zwrotu w stosunku do depozytów bankowych lub skarbowych papierów dłużnych,
- sposób na zróżnicowanie posiadanych aktywów finansowych,
- możliwość krótkoterminowego ulokowania nadwyżek środków pieniężnych, jak i dokonania długoterminowych inwestycji,
- możliwość uzyskania wyższej stopy zwrotu w stosunku do depozytów bankowych lub skarbowych papierów dłużnych,
- większa płynność w stosunku do depozytów bankowych ze względu na możliwość odsprzedaży papierów dłużnych na rynku wtórnym przed terminem ich wykupu,
- możliwość dopasowania inwestycji do preferencji nabywcy, dotyczących akceptowalnego poziomu ryzyka kredytowego emitenta papierów dłużnych,
- w przypadku zainwestowania w strukturyzowane papiery dłużne – możliwość powiązania osiągniętych stóp zwrotu z notowaniami instrumentów finansowych, indeksów lub aktywów w innych segmentach rynków finansowych (np. rynkach towarowych lub walutowych).

Prezentowane w tabeli 7 dane pokazują, że w strukturze nabywców nieskarbowych papierów dłużnych prym wiodą banki z 34,94% udziałem w rynku, kolejno są przedsiębiorstwa – 25,61% i fundusze inwestycyjne – 20,46%.

Natomiast ubolewania godne jest zdawkowe zaangażowanie gospodarstw domowych, które zakupiły papiery o wartości 2,3 mld zł, co daje zaledwie 1,63% udział w rynku. Zwłaszcza, że w 2016 r. średnioroczny wzrost wartości depozytów gospodarstw domowych wyniósł 9,9% i był największy od 2012 roku. Główne źródła przyrostu depozytów gospodarstw domowych to przede wszystkim program 500+ (odpowiadający za 40% przyrostu dochodów

³⁰ *Nieskarbowe papiery dłużne*, <https://www.mbank.pl/msp-korporacje/rynki-finansowe/lokaty-inwestycyjne/nieskarbowe-papiery-dluzne/> [dostęp: 13.07.2017].

gospodarstw domowych w 2016 r.), wysoka dynamika wynagrodzeń i dalszy wzrost stopy oszczędności. Według danych NBP na koniec 2016 r. gospodarstwa domowe dysponowały ogromną kwotą 943,5 mld zł w formie gotówki i depozytów bankowych, co przy rekordowo niskich stopach procentowych (np. w lutym 2017 r. średnie oprocentowanie depozytów złotych gospodarstw domowych i przedsiębiorstw wyniosło odpowiednio: 1,5% i 1,2%)³¹ i wysokiej inflacji, pieniądze te można uznać za zmarnowane³².

Taka struktura alokacji tych oszczędności jest wynikiem braku wiedzy na temat innych, bardziej efektywnych sposobów oszczędzania³³. Dobrą ilustrację stanowi tu ponadczasowa sentencja Honore Balzaca, że: „Wiedza kosztuje, ale płaci się tylko za niewiedzę”. W dużej mierze za taki stan rzeczy odpowiedzialne jest państwo, które „karze” obywateli 19% podatkiem za nabycie obligacji skarbowych, a zwalnia z tego podatku, jak wspomniano, banki, nadal w ok. 65% kontrolowane przez kapitał zagraniczny.

10. ROLA BANKÓW NA RYNKU CATALYST

Obecna sytuacja wymaga komentarza dotyczącego pozycji banków na rynku Catalyst. Zgodnie z ocenami analityków istotny wpływ na segment obligacji korporacyjnych miały wprowadzone w 2016 roku zmiany podatkowe dotyczące banków³⁴. Ustawa ta wpłynęła również na zmianę struktury aktywów sektora bankowego, których głównym źródłem wzrostu w 2015 r. były należności od sektora niefinansowego, a w 2016 r. skarbowe papiery wartościowe³⁵. Jednocześnie zaangażowanie na krajowym rynku obligacji skarbowych zmniejszyli nierezydenci (przy stabilnym poziomie inwestycji banków zagranicznych)³⁶. Celem Ustawy o podatku od niektórych instytucji finansowych było ograniczenie akcji kredytowej banków oraz wzrost przychodów do budżetu państwa, a pośrednio również skłonienie przedsiębiorstw do poszukiwania alternatywnych źródeł finansowania, tj. m.in. do emisji obligacji.

³¹ Biuletyn Informacyjny, Nr 2/2017, NBP, s. 9.

³² *Sytuacja finansowa sektora gospodarstw domowych w IV kw. 2016 r.* Nr 02/17 (czerwiec 2017 r.), NBP, s. 24.

³³ D. Słomski, *Obligacje korporacyjne – Klienci jeszcze nie znają do końca tego produktu*, „Dziennik Gazeta Prawna” z 13.06.2016.

³⁴ Dz.U. 2016 poz. 68, Ustawa z dnia 15 stycznia 2016 r. o podatku od niektórych instytucji finansowych.

³⁵ *Rozwój systemu finansowego w Polsce*, NBP, Warszawa 17 listopada 2016, s. 11.

³⁶ *Ibidem*, s. 28.

Tabela 7

Nieskarbowe dłużne papiery wartościowe w portfelu własnym banków i w portfelach ich klientów wg stanu kont depozytowych na koniec grudnia 2016 r. w mln zł (wg wartości nominalnej)

Nabywcy	Bankowe papiery wartościowe	Listy zastawne	Obligacje komunalne	Dłużne papiery wartościowe przedsiębiorstw	Inne instrumenty dłużne	Ogółem	Udział % w rynku
Banki	3 758,24	964,93	16 654,73	27 272,94	613,88	49 264,73	34,94
Instytucje ubezpieczeniowe	3 362,93	234,36	570,97	1 907,73	10,83	6 086,39	4,32
Fundusze emerytalne	4 363,74	1 248,45	810,57	5 366,58	573,06	12 362,40	8,77
Fundusze inwestycyjne	4 692,99	2 434,83	413,88	19 451,32	1 852,79	28 845,80	20,46
Inne instytucje finansowe	603,40	0,00	113,50	826,94	0,00	1 543,84	1,06
Przedsiębiorstwa	552,25	0,00	27,50	35 089,92	437,80	36 107,46	25,61
Gospodarstwa domowe	1 322,29	0,01	2,68	830,54	150,80	2 306,32	1,63
Podmioty zagraniczne	216,08	1 700,91	0,01	2 407,44	25,00	4 349,44	3,08
Razem	18 871,92	6 583,49	18 593,84	93 292,52	3 664,16	141 006,90	100,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie: <http://www.nbp.pl/statystyka/sprawozdawczosc/dealerska/nieskarbowe.xlsx>

Jednakże w wyniku pewnej luki w przepisach, na wprowadzonych zmianach regulacyjnych „skorzystały” jedynie obligacje Skarbu Państwa. Okazało się bowiem, że instytucje kredytowe zwiększyły popyt na obligacje skarbowe, które nie są wliczane do aktywów, od których obliczany jest podatek bankowy i – tym samym – w 2016 roku banki kupiły papiery Skarbu Państwa o wartości 65,6 mld zł, tj. więcej o 33,0% w porównaniu z wynikiem zamykającym 2015 rok. Dzięki dokonaniu tej operacji bankom udało się obniżyć kwotę zapłaconego podatku (o ok. 0,2–0,3 mld zł), w stosunku do sytuacji, gdyby nie dokonały zmian w strukturze aktywów³⁷. Równocześnie zaangażowanie banków w nieskarbowe papiery dłużne znacząco zmniejszyło się w 2016 r. o 4,4 mld zł, tj. o 8,9%.

Przed wszystkim banki nadal mają dominujący udział, bo 66,46%, w strukturze organizatorów rynku papierów dłużnych (powyżej 365 dni)³⁸. P. Kołuda zwraca uwagę, że dominacja banków, jako podstawowego inwestora w obligacje nieskarbowe, jest w dużej mierze uzasadniona dwoma czynnikami: Po pierwsze banki, oferując daną emisję, stają się jednocześnie inwestorem – kreując popyt na emisję mający za zadanie przyciągnąć innych inwestorów. Po drugie działalnością stricte bankową – emisje obligacji atrakcyjnych emitentów to alternatywa dla udzielania im kredytów³⁹. Należy też zaznaczyć, że obligacje korporacyjne znajdują się na liście dłużnych papierów wartościowych dopuszczonych przez NBP, jako zabezpieczenia kredytu lombardowego, technicznego i operacji repo⁴⁰.

Zwraca też uwagę skład portfela inwestycyjnego banków, który znacznie różni się od portfeli innych nabywców papierów dłużnych.

Według stanu na 31 grudnia 2016 r. banki posiadały⁴¹:

- 89,57% emisji komunalnych,
- 29,23% emisji obligacji przedsiębiorstw,
- 19,91% emisji papierów bankowych,
- 16,75% pozostałych instrumentów dłużnych,
- 14,66% emisji listów zastawnych.

³⁷ *Raport o sytuacji banków w 2016 r.*, KNF, Warszawa 2017, s. 9.

³⁸ *Podsumowanie IV kwartału 2016 oraz 2016 roku na rynku nieskarbowych instrumentów dłużnych w Polsce*, Fitch, Rating&Rynek, s. 7.

³⁹ P. Kołuda, *Czy warto emitować dług – analiza polskiego rynku obligacji korporacyjnych w kontekście regulacji oraz globalnych trendów*, Pracodawcy Rzeczypospolitej Polskiej, Warszawa 2015, s. 27.

⁴⁰ https://www.nbp.pl/dzienne/zabezpieczenia_repo_lombard.xlsx [dostęp: 11.07.2017].

⁴¹ *Podsumowanie IV kwartału...*, *op. cit.*, s. 7.

Zdarza się też, jak wspomniano powyżej, że w przypadku braku zainteresowania obligacjami wyemitowanymi dla poszczególnych podmiotów, banki same nabywają te papiery. Zjawisko to jest szczególnie widoczne w przypadku samorządów. Wynika to z kwestii prawnych; jeżeli samorząd chce zaciągnąć kredyt w banku, to musi zorganizować przetarg publiczny, natomiast, jeśli chce zorganizować emisję obligacji, to przetarg nie jest wymagany. W związku z tym, bardzo dużo emisji to jest tak naprawdę kredytem, tylko w innej formie, stąd taki duży, bo 89% datego udział w portfelu inwestycyjnym banków obligacji komunalnych⁴².

Natomiast inaczej zachowały się przedsiębiorstwa, które zwiększyły w stosunku do 2015 r. zakup nieskarbowych papierów dłużnych o kwotę 3,9 mld zł, tj. o 12,3%. W 2016 r. przedsiębiorstwa, z portfela inwestycyjnego o wartości 36,1 mld zł, aż 35,0 mld zł, tj. 97,2%, wydatkowały na zakup obligacji korporacyjnych, licząc, że mogą one regularnie przynosić stopy zwrotu przewyższające inflację przy ograniczonym ryzyku (zob. tab. 6 i 7).

11. OCENA PŁYNNOŚCI RYNKU CATALYST

Szeroki przegląd różnych form publikacji poświęconych rynkowi Catalyst pokazuje, że przede wszystkim podkreśla się w nich utrzymujący się stały dynamiczny trend rozwoju tego rynku, natomiast za dominujący problem Catalyst uznano jego niską płynność obrotu.

Firma Best Capital, która jest autoryzowanym doradcą Catalyst i New-Connect, zauważa, że pomimo intensywnego rozwoju rynku Catalyst, rynek ten w dalszym ciągu pozostaje nieefektywny, ponieważ większość inwestorów (zarówno instytucjonalnych, jak i indywidualnych) nabywa obligacje i realizuje strategię „kup i trzymaj”, co ma przeważający wpływ na płynność rynku obligacji⁴³.

T. Skupiewski, analizując wyniki rynku Catalyst w 2016 roku, wskazuje, że coraz większa część inwestorów indywidualnych – chcąc nie chcąc – czeka aż do dnia wykupu serii. Ponieważ pojawiające się coraz dłuższe terminy zapadalności obligacji dodatkowo wzmagają „głód” płynności. Uważa, że jest

⁴² P. Kowalski, *Rozwój rynku obligacji pozarządowych w Polsce na tle porównawczym*, [w:] *Korporacyjny rynek papierów dłużnych w Polsce*, Zeszyty mBank–CASE Nr 136/2015, s. 11.

⁴³ *Emisja obligacji przedsiębiorstwa jako sposób na pozyskanie kapitału na rozwój firmy*, 12 maja 2015, [w:] <http://bestcapital.pl/emisja-obligacji-przedsiębiorstwa> [dostęp: 12.08.2017].

to bez wątpienia jeden z głównym czynników hamujących rozwój obligacji korporacyjnych w naszym kraju⁴⁴.

J. Czarzasty uważa, że negatywny wpływ na rynek Catalyst mają niewielkie emisje nieskarbowych papierów dłużnych, które są z góry skazane na brak płynności, gdyż z zasady pełnią one dla potrzebujących kapitału funkcję parakredytową i nie cieszą się specjalnym zainteresowaniem inwestorów⁴⁵. M. Wypych, jako przyczynę problemów z płynnością na rynku Catalyst wskazuje charakter papierów dłużnych, które w Polsce traktowane są jako inwestycja średnio- lub długookresowa⁴⁶.

Na szczególną uwagę w omawianej kwestii zasługuje opinia P. Kowalskiego, który uważa za bulwersujące informacje pojawiające się w prasie, mówiące, że polski rynek długu, czyli Catalyst, jest nie płynny. Podkreśla on, że rynek długu zawsze będzie nie płynny. Wyjaśnia, że jest tak dlatego, ponieważ głównymi inwestorami są firmy ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne, czyli podmioty, które kupują papiery nie po to, żeby nimi handlować, ale żeby bezpiecznie na nich zarabiać i w związku z tym trzymają je do daty wykupu. W związku z tym uważa, że jeżeli ktoś sugeruje, że rynek długu powinien być tak płynny jak rynek akcji, to znaczy, że nie rozumie, jak ten rynek funkcjonuje⁴⁷. Podobny pogląd w tej kwestii ma A. Jagielnicki, który uważa, że inwestycje w obligacje są z natury inwestycjami o niskiej płynności. Wynika to z faktu, że większość kupujących obligacje trzyma je aż do terminu wykupu⁴⁸.

PODSUMOWANIE

Główną barierą w rozwoju gospodarki Polski jest występująca od lat, niska stopa inwestycji, zdecydowanie odbiegająca od poziomu średniej UE. Po wręcz zapaści inwestycyjnej w 2016 r., w I połowie 2017 r. trend spadkowy wyhamował (-0,4% w I kw. i -1,1% w II kw.), ale nadal stopa inwestycji jest

⁴⁴ T. Skupiewski, *Maleje płynność rynku Catalyst – jakie to niesie za sobą konsekwencje?*, 25.01.2017, [w:] <http://skanerobligacji.pl/arttykul/68/maleje-plynnosc-rynku-catalyst-jakie-to-niesie-za-soba-konsekwencje> [dostęp: 12.08.2017].

⁴⁵ J. Czarzasty, *Blaski i cienie Catalyst*, „Miesięcznik Finansowy Bank” listopad 2011, s. 14.

⁴⁶ M. Wypych, *Analiza strukturalna rynku Catalyst*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse. Rynki finansowe. Ubezpieczenia” 63, Rynek kapitałowy: skuteczne inwestowanie (2013), s. 507–517.

⁴⁷ P. Kowalski, *Rozwój rynku obligacji pozarządowych w Polsce...*, *op. cit.*, s. 14.

⁴⁸ A. Jagielnicki, *Catalyst odkryj rynek obligacji*, wyd. Helion, 2013, s. 43.

ujemna. Skutkuje to tym, że obecnie udział inwestycji w stosunku do PKB wynoszący 17% jest najniższy od 1996 r.⁴⁹. Natomiast dane NBP sygnalizują, że inwestycje przedsiębiorstw także nadal obniżają się w relacji do posiadanego przez firmy majątku trwałego (majątek trwały netto przedsiębiorstw w ubiegłym roku wzrósł o 2,6%, a w I kw. bieżącego roku dynamika tego wzrostu silnie przyspieszyła, do 4,2%), co oznacza dalszy spadek tempa odnawiania majątku. Tempo odnawiania majątku jest obecnie na najniższym od dekady poziomie (równie niskie wskaźniki odnotowano jedynie w początku 2013 r.), co gorsza, awersja do inwestycji ma obecnie miejsce w sytuacji, w której przedsiębiorstwa charakteryzuje dobra kondycja finansowa, wysokie rezerwy środków własnych i łatwy dostęp do różnych form finansowania zewnętrznego. Taką opinię potwierdza raport NBP, który pokazuje wysokie stopy oszczędności sektora przedsiębiorstw i stwierdza, że ich relatywnie niska aktywność inwestycyjna nie wynika z trudności w dostępie do finansowania, a jest w większym stopniu odbiciem niepewności co do tempa wzrostu gospodarczego i niskich oczekiwań popytowych⁵⁰.

Analizy FOR wskazują, że głównym czynnikiem hamującym inwestycje w Polsce jest niepewność co do stabilności i interpretacji przepisów podatkowych i szerzej prawa w ogóle. Bez podniesienia stopy inwestycji, trudno będzie polskiej gospodarce osiągnąć poziom dochodu i wynagrodzeń bogatych krajów Europy Zachodniej⁵¹. S. Gomułka ostrzega, że preferowany przez rząd wzrost roli konsumpcji w tworzeniu PKB będzie prowadził do dalszego spadku inwestycji krajowych. Uważa, że:

„Wyczerpując krajowe oszczędności, takie działania jak zmiana wieku emerytalnego i wprowadzenie programu 500+ prowadzą automatycznie do spadku inwestycji krajowych. Jeżeli na to nałoży się związany z obniżeniem wieku emerytalnego spadek zatrudnienia i dający się zaobserwować od około trzech lat mniejszy dopływ inwestycji zagranicznych, mamy receptę na spowolnienie wzrostu gospodarczego.⁵²”

⁴⁹ P. Kwiecień, *Stopa inwestycji najniższa w stosunku do PKB od 1996 r.*, 21.08.2017, <https://ceo.com.pl/stopa-inwestycji-najnizsza-w-stosunku-do-pkb-od-1996-r-16506> [dostęp: 30.08.2017].

⁵⁰ *Raport o stanie równowagi polskiej gospodarki*, NBP, kwiecień 2016, s. 29–38.

⁵¹ R. Trzeciakowski, *Bez podniesienia stopy inwestycji Polska nie dogoni bogatych państw Zachodu. Komunikat FOR*, 24.09.2015 r., <https://for.org.pl/pl/a/3611,Komunikat-FOR-Bez-podniesienia-stopy-inwestycji-Polska-nie-dogoni-bogatych-panstw-Zachodu> [dostęp: 30.08.2017].

⁵² <http://forsal.pl/artykuly/1006866,wzrost-rol-i-konsumpcji-spadek-inwestycji-zagrozenie-m-dla-polskiej-gospodarki.html> [dostęp: 30.08.2017].

W obecnej sytuacji wzrost skłonności do inwestowania przez przedsiębiorstwa (jak również i inne podmioty gospodarcze) w dużej mierze będzie zależał od znalezienia atrakcyjnego źródła finansowania inwestycji. Przyjmując stawianą w artykule tezę, że najgorszym źródłem finansowania inwestycji jest kredyt bankowy, a najlepszym (ale nie łatwym do pozyskania) emisja akcji, można wskazać, iż emisja obligacji korporacyjnych powinna być obecnie alternatywną formą inwestowania w stosunku do kredytu i emisji akcji. Obligacje korporacyjne, ze względu na swoje zalety, budzą rosnące zainteresowanie ze strony firm, które widzą w nich atrakcyjną alternatywę dla kredytu bankowego. Wzrost zainteresowania tą formą inwestowania ze strony firm, potwierdza widoczny w ostatnich kilku latach bardzo intensywny wzrost rynku obligacji korporacyjnych. Zwiększyła się zarówno liczba emitentów i sektorów, które reprezentują, jak i podmiotów zajmujących się oferowaniem emisji. Od powołania w 2009 r. rynku Catalyst tempo wzrostu wartości notowanych na nim obligacji nieskarbowych, a zwłaszcza obligacji przedsiębiorstw, jest znacznie wyższe niż tempo przyrostu kredytów. Najnowsze dane Fitch Polska według stanu na 31.05.2017 r. potwierdzają, że najbardziej dynamicznie rozwija się segment obligacji korporacyjnych, które miały największy 41,99% udział w rynku nieskarbowych papierów dłużnych (udział banków 37,02%).

Na rozwój rynku Catalyst silnie oddziałuje strona popytowa, ponieważ notowane na nim instrumenty dłużne mają nieporównanie wyższe stopy oprocentowania niż lokaty bankowe. W 2016 r. najwyższą stopę zwrotu kapitału dawał zakup obligacji korporacyjnych, których średnie oprocentowanie wyniosło 8,36%. Według danych NBP w II kw. 2017 r. głównymi nabywcami nieskarbowych papierów dłużnych nadal były banki, fundusze inwestycyjne i przedsiębiorstwa, których łączny udział w rynku wynosi ok. 60%. Natomiast gospodarstwa domowe miały marginalny 1,75% udział w rynku (wartość nominalna zakupów wyniosła 2,3 mld zł, wobec złożonych setek mld zł na nisko oprocentowanych lokatach bankowych!).

We wrześniu tego roku minie osiem lat od uruchomienia rynku papierów dłużnych Catalyst. To był intensywny czas rozwoju tego rynku, który z każdym rokiem zyskiwał na popularności zarówno wśród emitentów, dla których obligacje notowane na Catalyst są efektywnym źródłem pozyskania finansowania, jak i inwestorów, którym pozwolił na większą dywersyfikację portfela inwestycyjnego oraz korzystne lokowanie kapitału. Dotychczasowa historia rozwoju Catalyst potwierdza, że jest to platforma realizująca oczekiwania emitentów oraz inwestorów. Rynek ten jest ciągle na wczesnym etapie rozwoju, ale istnieją wszelkie przesłanki, aby stwierdzić, że nadal będzie się dynamicznie rozwijać.

BIBLIOGRAFIA

- Biuletyn Informacyjny, Nr 2/2017, NBP.
- Capital investment as percent of GDP, 2015, [w:] *The World Bank*. http://www.theglobaleconomy.com/rankings/Capital_investment [dostęp: 20.06.2017]
- Catalyst – nowa propozycja dla emitentów, <http://www.gpwcatalyst.pl/1233#top> [dostęp: 05.07.2017].
- Catalyst Raport w 2016 roku – Podsumowanie i perspektywy, Grant Thornton i GPW, Edycja V, Czerwiec 2017.
- Czarzasty J., *Blaski i cienie Catalyst*, „Miesięcznik Finansowy Bank”, listopad 2011.
- Czerwińska E., *Nakłady inwestycyjne w gospodarce polskiej*, „Informacja nr 801” Kancelaria Sejmu Biuro Studiów i Ekspertyz, wrzesień 2001.
- Dostępność finansowania przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce*, NBP, Warszawa 2016.
- Duliniec A., *Wybór źródeł finansowania a optymalna struktura kapitału w przedsiębiorstwie*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse. Rynki finansowe, Ubezpieczenia” 2015, nr 74, t. 2.
- Emisja obligacji przedsiębiorstwa jako sposób na pozyskanie kapitału na rozwój firmy*, 12 maja 2015, <http://bestcapital.pl/emisja-obligacji-przedsiębiorstwa> [dostęp: 12.08.2017].
- Hausner J., Gronicki M., *Inwestycje a rozwój gospodarczy*, „Rzeczpospolita” 09.06.2016.
- Jagielnicki A., *Catalyst odkryj rynek obligacji*, wyd. Helion, 2013.
- Janowicz A., *Emisja akcji alternatywą dla kredytu bankowego w finansowaniu przedsiębiorstw*, „Ekonomiczno-Informatyczny Kwartalnik Teoretyczny”, nr 13 (2007), Wyższa Szkoła Ekonomiczno-Informatyczna w Warszawie.
- Koługa P., *Czy warto emitować dług – analiza polskiego rynku obligacji korporacyjnych w kontekście regulacji oraz globalnych trendów*, Pracodawcy Rzeczypospolitej Polskiej, Warszawa 2015.
- Komisja Europejska. Sprawozdanie krajowe – Polska 2017 r. SWD(2017) 86 final. Bruksela, 22.02.2017 r.
- Kowalski P., *Rozwój rynku obligacji pozarządowych w Polsce na tle porównawczym*, [w:] *Korporacyjny rynek papierów dłużnych w Polsce*, Zeszyty mBank–CASE Nr 136/2015.
- Kwiatkowska M., *Obligacje przedsiębiorstw coraz bardziej popularne*, „Dziennik Gazeta Prawna” z 13.06.2016.
- Kwiecień P., *Stopa inwestycji najniższa w stosunku do PKB od 1996 r.*, 21.08.2017, <https://ceo.com.pl/stopa-inwestycji-najnizsza-w-stosunku-do-pkb-od-1996-r-16506> [dostęp: 30.08.2017].

- Lotnik J., *Korzyści z inwestowania w obligacje*, <http://korporacyjny.net/temat/korzysci-z-inwestowania-w-obligacje/> [dostęp: 12.07.2017].
- Ludwiczak P., *Obrót obligacjami korporacyjnymi wcale nie taki mały*, Michael/Ström Dom Maklerski, 28.06.2017, <https://michaelstrom.pl/raporty-i-analizy> [dostęp: 22.07.2017].
- Nawrot W., *Struktura finansowa przedsiębiorstw w Polsce na tle badań międzynarodowych*, „Gospodarka Narodowa” 2007, nr 7–8.
- Podsumowanie IV kwartału 2016 oraz 2016 roku na rynku nieskarbowych instrumentów dłużnych w Polsce*, Fitch, Rating&Rynek.
- Puzyrewicz T., *Przewodnik dla inwestorów-obligacje na rynku Catalyst*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA, Warszawa 2011.
- Raport o sytuacji banków w 2016 r.*, KNF, Warszawa 2017.
- Raport o stanie równowagi polskiej gospodarki*, NBP, kwiecień 2016.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce*, NBP, Warszawa, 17 listopada 2016.
- Rynek kapitałowy jako narzędzie finansowania rozwoju polskich regionów*, <https://www.pwc.pl/pl/publikacje/2015/rynek-kapitalowy-narzedzie-finansowania-rozwoju-regionow.html> [dostęp: 16.07.2017].
- Skupiewski T., *Maleje płynność rynku Catalyst – jakie to niesie za sobą konsekwencje?*, 25.01.2017, <http://skanerobligacji.pl/arttykul/68/maleje-plynnosc-ryнку-catalyst-jakie-to-niesie-za-sobą-konsekwencje> [dostęp: 12.08.2017].
- Słomski D., *Obligacje korporacyjne – Klienci jeszcze nie znają do końca tego produktu*, „Dziennik Gazeta Prawna” z 13.06.2016.
- Spadek inwestycji może być zagrożeniem dla gospodarki, 31.12.2016, <http://biznes.gazetaprawna.pl/arttykuly/1006836,gospodarka-polski-w-2017.html> [dostęp: 22.06.2017].
- Starczewska-Krzysztozek M., *Wzrost PKB oparty na konsumpcji i zapasach złe wroży przyszłości polskiej gospodarki*, 01.02.2017, <http://www.strefabiznesu.pl/wiadomosci/a/wzrost-pkb-oparty-na-konsumpcji-i-zapasach-zle-wrozy-przyszlosci-polskiej-gospodarki,11749518> [dostęp: 22.06.2017].
- Sytuacja finansowa sektora gospodarstw domowych w IV kw. 2016 r.* Nr 02/17 (czerwiec 2017 r.), NBP.
- Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw. Departament Analiz Ekonomicznych Nr 02/17 (kwiecień 2017 r.), Warszawa 2017.
- Środki trwale w gospodarce narodowej w 2015 roku*, GUS, Warszawa 2016.
- Trzeciakowski R., *Bez podniesienia stopy inwestycji Polska nie dogoni bogatych państw Zachodu*. Komunikat FOR, Warszawa 24 września 2015 r.
- Wypych M., *Analiza strukturalna rynku Catalyst*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse. Rynki finansowe. Ubezpieczenia” 63, Rynek kapitałowy: skuteczne inwestowanie (2013).

EMISJA OBLIGACJI KORPORACYJNYCH – KORZYŚCI DLA EMITENTÓW I INWESTORÓW

Streszczenie

Wstęp do artykułu opatrzone uwagą, że główną barierą w rozwoju gospodarki Polski jest – występująca od lat – niska stopa inwestycji, zdecydowanie odbiegająca od poziomu średniej UE. Autor uważa, że ten niekorzystny trend może zmienić powołany do życia w 2009 roku rynek instrumentów dłużnych Catalyst. Wraz z rynkiem Catalyst pojawiła się szansa z jednej strony na rozwój finansowania przedsięwzięć gospodarczych z wykorzystaniem emisji obligacji, z drugiej – korzystnego i elastycznego lokowania wolnych środków w instrumenty dłużne przez większą niż dotąd grupę inwestorów instytucjonalnych i indywidualnych. W niniejszym opracowaniu najwięcej uwagi poświęcono obligacjom korporacyjnym, które, w opinii autora – ze względu na wiele podanych w opracowaniu zalet – mogą stanowić najbardziej elastyczne i najefektywniejsze źródło finansowania przedsiębiorstw, alternatywne dla kredytu bankowego.

Słowa kluczowe: obligacje korporacyjne, Unia Europejska, inwestycje, gospodarka, Polska, bank

ISSUANCE OF CORPORATE BONDS – BENEFITS FOR ISSUERS AND INVESTORS

Summary

A comment is made in the introduction to the article that the low rate of investment observed for years and being far below the EU average is the main barrier to the development of Poland's economy. The author believes that this disadvantageous trend may change as a result of the debt instruments market 'Catalyst' established in 2009. With the Catalyst market, on the one hand, an opportunity for development of funding economic undertakings with the use of bonds and, on the other hand, favourable and flexible investment of financial means in debt securities by a bigger number of corporate and individual investors emerged. In the article, attention is focused on corporate bonds, which, in the author's opinion, due to advantages presented in the article, may constitute the most flexible and efficient source of funding businesses, which is an alternative to a bank debt.

Key words: corporate bonds, European Union, investment, Polish economy, bank

ВЫПУСК КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ – ЛЬГОТЫ И ПРЕИМУЩЕСТВА ДЛЯ ЭМИТЕНТОВ И ИНВЕСТОРОВ

Резюме

Во вступительной части статьи было отмечено, что главным препятствием для развития экономики Польши в течение многих лет является низкий уровень инвестиций, значительно уступающий среднему уровню ЕС. Автор полагает, что эту неблагоприятную тенденцию может изменить сформированный в 2009 году рынок долговых инструментов Catalyst («Катализатор»). Наряду с рынком Catalyst появилась возможность, с одной стороны, развития финансирования бизнес-проектов с использованием эмиссии облигаций, с другой стороны – выгодная и гибкая инвестиция свободных средств в долговые инструменты, осуществляемая более многочисленной, чем ранее, группой институциональных и индивидуальных инвесторов. В данном исследовании основная часть внимания уделена корпоративным облигациям, которые, по мнению автора, – благодаря многим указанным в статье преимуществам – могут оказаться наиболее гибким и эффективным источником финансирования предприятий, который служил бы альтернативой для банковских кредитов.

Ключевые слова: корпоративные облигации, Европейский союз, инвестиции, экономика Польши, банк

Cytuj jako:

Janowicz A., *Emisja obligacji korporacyjnych – korzyści dla emitentów i inwestorów*, „Myśl Ekonomiczna i Polityczna” 2018 nr 1(60), s. 105–135. DOI: 10.26399/meip.1(60).2018.04/a.janowicz

Cite as:

Janowicz, A. (2018) ‘Emisja obligacji korporacyjnych – korzyści dla emitentów i inwestorów’ [‘Issuance of corporate bonds – benefits for issuers and investors’]. *Myśl Ekonomiczna i Polityczna* 1(60), 105–135. DOI: 10.26399/meip.1(60).2018.04/a.janowicz