

Karol Kozdra  
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

## RYNEK CATALYST W FINANSOWANIU PRZEDSIĘBIORSTW

### Wstęp

Ciągły rozwój przedsiębiorstw pociąga za sobą coraz większe zapotrzebowanie na środki finansowe, niezbędne do ich rozwoju, ekspansji na nowe rynki, badań, czy poprawy konkurencyjności. Doświadczenia ostatniego kryzysu gospodarczego ukazały, jak ciężko przedsiębiorstwom w czasach perturbacji gospodarczych, pozyskać kapitał na rozwój. Uruchomiony 30 września 2009 roku rynek obligacji Catalyst stara się zapłacić lukę w finansowaniu przedsiębiorstw, stając się realną alternatywą dla kredytu bankowego, czy emisji akcji. Nie jest on *de facto* odrębnym rynkiem ale funkcjonalnie wyodrębnionym systemem obrotu, który obejmuje platformy rynku regulowanego, alternatywnego systemu obrotu oraz rynku pozagiełdowego.<sup>1</sup>

Ideą powstania rynku Catalyst było scentralizowanie obrotu papierami dłużnymi i tym samym lepsze wykorzystanie ich cech oraz licznych zalet. Skupił on na sobie obrót, między innymi obligacjami emitowanymi przez przedsiębiorstwa oraz jednostki samorządu terytorialnego (JST). Dzięki otwarciu rynku Catalyst, obrót papierami dłużnymi, stał się bardziej płynny, elastyczny i sprawny. Z jednej strony, dał dodatkową możliwość finansowania dla podmiotów gospodarczych, z drugiej, stworzył opcję korzystnego i elastycznego inwestowania wolnych środków przez większą niż dotychczas grupę inwestorów instytucjonalnych oraz indywidualnych. W ciągu niespełna pięciu lat funkcjonowania, rynek Catalyst stał się ważnym elementem polskiego rynku kapitałowego.

Za szybkim rozwojem nowego rynku, skupiającego znaczną większość obrotu instrumentami dłużnymi, stoi kilka czynników:

- zwiększenie zainteresowania przedsiębiorstw, banków oraz JST finansowaniem polegającym na emisji instrumentów dłużnych,
- rosnąca popularność rynku długu, jako nowej formy lokaty kapitału. Wzrost zainteresowania bezpośrednio przyczynił się do zwiększenia liczby emisji oraz płynność,
- obniżki stóp procentowych, zmniejszające atrakcyjność innych form oszczędzania.<sup>2</sup>

### 1. Organizacja i struktura rynku Catalyst

W dniu uruchomienia Catalyst, przedsiębiorstwa otrzymały nowe, efektywne narzędzie do pozyskiwania środków finansowych, a inwestorzy sposób na dodatkową dywersyfikację swojego portfela inwestycyjnego. Catalyst stał się dogodnym miejscem do uzyskania finansowania z kosztem kapitału na poziomie kredytu bankowego oraz dokonywania inwestycji w mniej ryzykowne niż akcje instrumenty, dające jednocześnie stopę zwrotu większą niż lokata bankowa. Cała architektura została zaplanowana w taki sposób, aby mogły się na niej odnaleźć zróżnicowane grupy emitentów- od przedsiębiorstw małych, po wiodące koncerny polskie oraz zagraniczne.

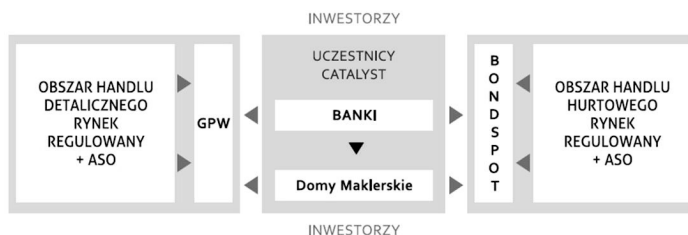
<sup>1</sup> Publikacja „Rynek Kapitałowy i Terminowy” Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2010, s. 95

<sup>2</sup> „Raport Catalyst- podsumowanie i perspektywy rozwoju”, Grant Thornton, Poznań 2013, s. 2

Rynek Catalyst prowadzony jest na platformach transakcyjnych Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) oraz spółkę Bond Spot, należącą do grupy kapitałowej GPW. Rynek Catalyst tworzą cztery platformy obrotu. Dwie z nich prowadzi GPW w formie rynku regulowanego oraz Alternatywnego Systemu Obrotu, na których jednostką transakcyjną jest jedna obligacja. Równoległe Bond Spot prowadzi dwa analogiczne rynki, gdzie jednostką transakcyjną ma wartość min. 100 tys. zł.<sup>3</sup> Z założenia platformy GPW przeznaczone są dla obrotu detalicznego, a Bond Spot dla transakcji typu hurtowego. Rynek regulowany (na GPW i Bond Spot) oferuje obligacje, których emitenci spełnili szereg wymogów, w tym posiadają zweryfikowany prospekt emisyjny. W Alternatywnym Systemie Obrotu mogą uczestniczyć emitenci, którzy wybiorą uproszczone procedury. Dla nich wymogi dotyczące dokumentów są złagodzone, a wymogi kapitałowe obniżone. Dostępność rynku ASO jest na tyle duża, że nawet spółki z o.o. mogą swobodnie wprowadzać swoje papiery dłużne na Catalyst. Wszelkie transakcje na rynkach regulowanych oraz ASO są gwarantowane przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych, a na emitentach ciąży obowiązek informacyjny w postaci raportów bieżących i okresowych.<sup>4</sup> Rynek Catalyst został dostosowany do potrzeb wielu emitentów w zakresie wielkości oraz charakteru emisji. Jednocześnie, wszystkie cztery platformy obrotu, przeznaczone są dla skarbowych i nieskarbowych instrumentów dłużnych, do których należą:

- obligacje korporacyjne
- obligacje komunalne
- obligacje spółdzielcze
- obligacje skarbowe
- listy zastawne<sup>5</sup>

#### Rysunek 1. Architektura rynku Catalyst



Źródło: Przewodnik dla inwestorów „Obligacje na rynku Catalyst”, Giełda Papierów Wartościowych, Warszawa 2011

Od momentu powstania rynku Catalyst w 2009 roku, zauważalny jest istotny wzrost liczby notowanych instrumentów dłużnych oraz samych emitentów. Generowana wielkość obrotów świadczy o wzroście popularności obligacji, jako sposobie pozyskiwania kapitału oraz instrumentu inwestycyjnego. Najbardziej popularne są platformy Giełdy Papierów Wartościowych, na której odbywa się handel detaliczny. W 2014 roku obrót na tych platformach przekroczył 2 mld złotych.

Tabela nr.1 przedstawia rozwój rynku Catalyst na przełomie lat 2009-2014 z uwzględnieniem podziału na poszczególne platformy, liczbę emitentów, serii, zawartych transakcji oraz przypadających na dane lata obrotów.

<sup>3</sup> [http://www.gpwcatalyst.pl/catalyst\\_rynek\\_obligacji\\_gpw](http://www.gpwcatalyst.pl/catalyst_rynek_obligacji_gpw)

<sup>4</sup> <http://obligacje.pl/front/article/view/id/45>

<sup>5</sup> „Obligacje na rynku Catalyst”, Giełda Papierów Wartościowych, Warszawa 2011, s.8

Tabela 1. Rozwój rynku Catalyst (lata 2009-2014)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
	<b>Gielda Papierów Wartościowych</b>					
<b>Rynek regulowany</b>						
- liczba serii	10	56	63	83	118	136
- wartość obrotów w mln zł	121,13	996,7	836,3	1 291,2	2 069,9	996,7
- liczba zawartych transakcji	236	873	17 058	15 568	15 212	17 564
- liczba emitentów	brak danych	brak danych	8	13	21	26
<b>Alternatywny Rynek Obrotu</b>						
- liczba serii	2	59	144	229	255	304
- wartość obrotów w mln zł	3	372,2	469,2	612,8	810,8	1 088,9
- liczba zawartych transakcji	28	3 348	12 902	26 787	44 995	46 327
- liczba emitentów	brak danych	brak danych	78	125	133	140
	<b>Bond Spot</b>					
<b>Rynek regulowany</b>						
- liczba serii	26	66	71	84	94	103
- wartość obrotów w mln zł	45,84	245,2	84,1	23,8	362,4	2,8
- liczba zawartych transakcji	27	103	111	44	28	9
- liczba emitentów	brak danych	brak danych	7	11	15	20
<b>Alternatywny Rynek Obrotu</b>						
- liczba serii	-	21	92	125	146	183
- wartość obrotów w mln zł	-	18,3	1 104,5	1 093,9	1 087,3	1 027,6
- liczba zawartych transakcji	-	19	122	137	261	452
- liczba emitentów	-	brak danych	40	63	72	78

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Giełdy Papierów Wartościowych oraz roczników statystycznych GUS

Poniższa tabela, ukazuje wartość emisji obligacji w poszczególnych latach, od momentu utworzenia rynku Catalyst. Z pośród wszystkich emisji, zdecydowanie wyróżnia się wielkość emisji obligacji skarbowych, związanych z potrzebami pożyczkowymi Państwa. Po wyłączeniu powyższych wartości z dalszej analizy, ukazuje się prawdziwa wielkość rynku obligacji w której przodują przedsiębiorstwa prywatne. Analizując pełne lata funkcjonowania rynku dłużnego można zauważyć, iż rozwijał się on średnio w tempie kilkunastu procent rocznie, przekraczając w roku ubiegłym 60 mld złotych.

Tabela 2. Wartość emisji obligacji z podziałem na instrumenty (w mln zł)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
korporacyjne:	9 719	19 755	37 749	49 951	55 820	60 867
w tym obligacje korporacyjne	6 819	17 345	34 522	46 366	51 977	56 139
w tym obligacje spółdzielcze	brak danych	brak danych	377	503	608	665
w tym listy zastawne	2 900	2 410	2 850	3 081	3 234	4 062
komunalne	930	1 753	2 222	2 374	3 088	3 187
skarbowe	brak danych	brak danych	491 617	514 974	560 241	480 506

Źródło: Opracowanie własne na podstawie biuletynów statystycznych Catalyst.

Obecnie jednym z największych problemów rynku Catalyst, jest niewystarczająca płynność instrumentów. Duże podmioty, inwestujące w obligacje, zazwyczaj opierają swój portfel inwestycyjny na długim, bądź pełnym okresie trwania danej emisji, co bezpośrednio przekłada się na wielkość „wolnych” obligacji w obiegu. Inwestorzy prywatni, również wykazują podejście tezauryzacyjne, traktując często inwestycje na Catalyst, jak lokatę bankową. Niewielka część instytucji oraz inwestorów prywatnych, wykazujących podejście

spekulacyjne, nie jest w stanie zapewnić odpowiedniej płynności, przez co zakup, bądź sprzedaż większego pakietu, trwa niekiedy przez kilka sesji.

Porównanie rynku obligacji korporacyjnych do wysokości polskiego PKB i innych państw europejskich, ukazuje na jak wczesnym etapie się on znajduje. Rodzimy rynek obligacji, stanowi jedynie ok. 6-7% wartości PKB, podczas gdy liderzy Unii Europejskiej osiągają poziom 130-150%.<sup>6</sup> Powyższe porównanie pozwala sobie uświadomić, jak duży potencjał rozwoju drzemie w rynku instrumentów dłużnych i jaki poziom może osiągnąć.

## 2. Korzyści z obecności na Catalyst

Z roku na rok Catalyst staje się coraz ważniejszym elementem w strukturze polskiego rynku finansowego. Umożliwia dodatkową dywersyfikację dotychczasowych źródeł finansowania oraz oferuje szereg dodatkowych korzyści. Do podstawowych z nich możemy zaliczyć:

- dostęp do kapitału:

Rynek Catalyst, pełni funkcję akumulacyjną i alokacyjną, oznacza to, że są na nim dogodnie warunki do transferu kapitału z miejsc rozproszonych, gdzie występuje jego nadwyżka, do miejsc jego niedoboru. Dzięki temu, emitent może zaspokoić swoje potrzeby finansowe, niejednokrotnie znacznej wielkości, pozyskując środki od wielu kapitałodawców w postaci osób fizycznych oraz instytucji. Publiczne emisje, kierowane do wielu inwestorów, dają jednocześnie szanse na uzyskanie wymaganego finansowania w stosunkowo krótkim czasie.

- bezpieczeństwo:

Zorganizowany obrót obligacjami, dający przejrzystość sytuacji rynku, bezpieczeństwo rozliczeń transakcji (gwarantowane przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych), możliwość wcześniejszego zamknięcia emisji lub inwestycji, może skutecznie przekonać ewentualnego emitenta jak i kapitałodawcę, do czynnego uczestnictwa na rynku Catalyst

- jedno miejsce dostępu:

Emitent może wprowadzić daną emisję na dwa rynki zorganizowane jednocześnie, unikając dodatkowego obciążenia finansowego. Niezależnie od ilości rynków, na które emitent wprowadza obligacje, procedura jest jedna i niezmienna. Redukuje to koszty przygotowania i wprowadzenia emisji oraz skraca niezbędny czas do minimum.

- korzyści z płynności:

Uplasowanie emisji na zorganizowanym rynku, wpływa pozytywnie na płynność samych obligacji, przez co inwestorzy są skłonni zaakceptować niższą premię za płynność. W efekcie emitent ma możliwość pozyskać środki finansowe oferując niższe oprocentowanie.

- budowanie wiarygodności

Pierwszą zasadą rynku publicznego jest jego przejrzystość i równy dostęp inwestorów do informacji. Wywiązywanie się emitenta, z nałożonych na niego obowiązków informacyjnych, sprzyja budowaniu jego wiarygodności finansowej i zachęca do inwestowania w obligacje danego przedsiębiorstwa. Obowiązki informacyjne, narzucone przez przepisy dla rynku Catalyst, zapewniają wszystkim zainteresowanym odpowiedni poziom wiedzy o emitencie i jego kondycji finansowej.

- tworzenie szans na przyszłość:

Wywiązywanie się emitenta ze swych obowiązków w stosunku do obligatariuszy, obecność w mediach, czy kontakty z inwestorami, zwiększają szanse na pozyskanie w przyszłości kapitału dłużnego. Ze względu na obowiązki informacyjne, które przekładają się na przejrzystość emitenta, staje się on bardziej wiarygodny dla sektora bankowego, a zamieszczane raporty o jego sytuacji ekonomicznej, ułatwiają określenie zdolności kredytowej. Dzięki

<sup>6</sup> <http://bestcapital.pl/catalyst-ma-juz-5-lat-podsumowanie-ryнку/>

temu wszystkiemu, przedsiębiorstwa będące na Catalyst, mogą łatwiej i szybciej otrzymać kredyt bankowy, często na warunkach korzystniejszych niż konkurencja.

– promocja:

Notowanie obligacji na Catalyst, daje emitentowi stałą i bezpłatną promocję, bowiem jego nazwa wymieniana jest w publikacjach giełdowych i mediach biznesowych przy okazji wyników notowań, raportów bieżących i okresowych. Promocja emitenta następuje również podczas konferencji, prezentacji, spotkań z inwestorami, mediami czy analitykami. Obecność na rynku Catalyst, staje się okazją do przedstawienia przedsiębiorstwa jako otwartego, nowoczesnego, wykorzystującego rynek publiczny do finansowania własnej działalności. Dodatkowo stwarza możliwość dobrego wypozycjonowania marki na rynku.<sup>7</sup>

### 3. Czym jest obligacja

Obligacje, tak jak i akcje, są papierami wartościowymi, lecz istnieje między nimi podstawowa różnica. Akcja daje prawo jej posiadaczowi do udziału w majątku firmy, natomiast obligacja, jest papierem dłużnym, pełniącym rolę kredytu dla emitenta.

W Polsce emisje, jak i obrót obligacjami, reguluje szereg aktów prawnych.

Do najważniejszych z nich można zaliczyć:

- Ustawę z dnia 29 czerwca 1995r. o obligacjach (Dz.U. 1995 Nr 83 poz. 420 z późn. zm.)
- Ustawę z dnia 29 lipca 20005r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. 2005 Nr 183 poz. 1538 z późn. zm)
- Zarządzenia Ministra Finansów o emisji obligacji skarbowych.

Art. 4. ust. 1. Ustawy o obligacjach wyjaśnia, iż „*Obligacja jest papierem wartościowym emitowanym w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji (obligatariusza) i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia.*

*1a. Przez papiery wartościowe emitowane w serii rozumie się papiery wartościowe reprezentujące prawa majątkowe podzielone na określoną liczbę równych jednostek.*

*2. Świadczenie, o którym mowa w ust. 1, może mieć charakter pieniężny lub niepieniężny.”*

Zgodnie z przytoczoną ustawą, za udzieloną emitentowi obligacji pożyczkę, nabywca obligacji ma prawo do :

1. w przypadku świadczenia pieniężnego - zwrotu w określonym terminie pożyczonej kwoty powiększonej o należne odsetki
2. w przypadku świadczenia niepieniężnego – przyznania nabywcy obligacji praw np. do partycypowania w przyszłych zyskach emitenta, zamiany obligacji na akcje emitenta, pierwszeństwa w objęciu emitowanych w przyszłości akcji spółki.<sup>8</sup>

Jednocześnie, ustawa określa podstawowe informacje, jakie każda obligacja zawierać powinna. Do najważniejszych z nich możemy zaliczyć:

1. powołanie podstawy prawnej emisji;
2. nazwę (firmę) i siedzibę emitenta,
3. nazwę obligacji i cel jej wyemitowania, jeżeli jest określony;
4. wartość nominalną i numer kolejny obligacji;
5. a. opis świadczeń emitenta, ze wskazaniem w szczególności wysokości tych świadczeń lub sposobu ich ustalania, terminów, sposobów i miejsc ich spełniania;
6. datę, od której nalicza się oprocentowanie, wysokość oprocentowania, terminy wypłaty i miejsce płatności – jeżeli warunki emisji przewidują oprocentowanie i warunki wykupu;

<sup>7</sup> „Obligacje korporacyjne na Catalyst. Przewodnik dla potencjalnych emitentów”, Catalyst, Warszawa 2013, s. 26-27

<sup>8</sup> <http://bossa.pl/edukacja/rynek/instrumenty/obligacja/>

7. zakres i formę zabezpieczenia albo informację o jego braku; miejsce i datę wystawienia obligacji<sup>9</sup>;

Obligacja od momentu jej emisji do czasu wykupu może wielokrotnie zmieniać właściciela. Wierzycielem emitenta nie jest ten, który pierwszy pożyczył mu pieniądze, lecz każdy następny jej posiadacz (obligatariusz). To jemu należą się ewentualne profity z jej posiadania oraz to on ponosi ryzyko w razie niedotrzymania warunków przez emitenta.

#### 4. Podstawowe rodzaje obligacji

Wbrew obiegowej opinii, obligacje są dość złożonym instrumentem, posiadającym wiele charakterystycznych cech oraz różnic, występujących w ich strukturze.

Poniżej przedstawiono podstawowe rodzaje oraz kryteria podziału obligacji z jakimi można się spotkać.

Tabela 3. Podział obligacji ze względu na ich rodzaje oraz cechy.

Kryterium: emitent	Obligacje	Zabezpieczane	Gwarant
Skarb Państwa	skarbowe	TAK	Skarb Państwa
Przedsiębiorstwo	korporacyjne (przedsiębiorstw)	TAK lub NIE	Przedsiębiorstwo
Samorząd	komunalne, gminne, municypalne	TAK	Skarb Państwa

Kryterium: oprocentowanie	Oprocentowanie	Odsetki	Kwota wykupu
stałe	stałe przez cały okres	stałe	z góry ustalona
zmiennie	uzależnione od zmian ustalonego wskaźnika w okresie poprzedzającym wypłatę odsetek (np. inflacji)	zmiennie	z góry ustalona
indeksowane	uzależnione np. od cen złota, wskaźnika wzrostu cen	zmiennie	zależna od poziomu indeksu
zerokuponowe	brak (zyskiem jest wielkość dyskonta)	brak	kwota nominalna emisji

Kryterium: termin wykupu	Okres do wykupu
krótkoterminowe	do 5 lat
średnioterminowe	od 5 do 10 lat
długoterminowe	powyżej 10 lat

Pozostałe rodzaje obligacji	Opis
zamienne	dają prawo zamiany obligacji np. na akcję emitenta
opcyjne (z prawem poboru)	dają prawo do zakupu w konkretnym terminie akcji emitenta
z opcją wykupu na żądanie emitenta ( <b>opcja call</b> )	emitent ma prawo wykupu przed ustalonym terminem
z opcją sprzedaży na żądanie właściciela ( <b>opcja put</b> )	właściciel ma prawo zażądać wykupu przed ustalonym terminem
imienne	imienne wskazują właściciela
na okaziciela	właścicielem jest aktualny posiadacz obligacji
euroobligacje	sprzedawane w innym kraju niż ten, w którego walucie jest emisja. Emisja jest gwarantowana przez międzynarodowe konsorcjum banków
zagraniczne	gwarantowane przez konsorcjum banków danego kraju w którym dokonywana jest emisja. Sprzedawane w kraju i walucie gwaranta przez podmiot zagraniczny

Źródło: Opracowanie własne na podstawie portalu bossa.pl

<sup>9</sup> Art. 5 ust. 1 Ustawy o obligacjach z dnia 29 czerwca 1995r. (Dz.U. 1995 Nr 83 poz. 420 z późn. zm.)

Powyższe tabele ukazują, jak szeroka jest oferta obligacji, począwszy od najprostszycy o stałym oprocentowaniu, po instrumenty powiązane np. z cenami złota lub wskaźnikami ekonomicznymi. Daje to obraz ich zaawansowania oraz uniwersalności, w której każdy, począwszy od emitentów po inwestorów, znajdzie coś dla siebie.

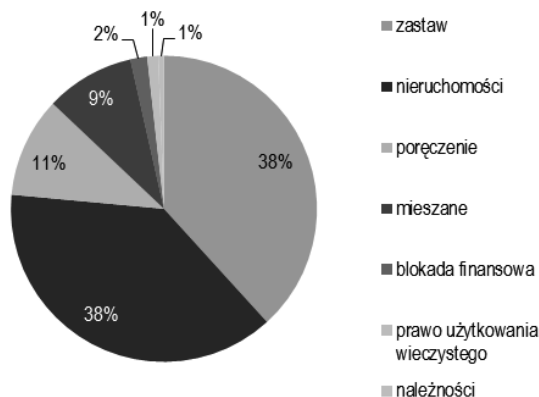
## 5. Ryzyko w obligacjach

Jak każdy instrument finansowy, tak i obligacje niosą ze sobą pewny poziom ryzyka. Również w ich przypadku, poziom ten wpływa wprost proporcjonalnie na oprocentowanie obligacji, co jednoznacznie podnosi koszt kapitału. Emitenci, chcąc pozyskać finansowanie na konkurencyjnym poziomie w stosunku do innych instrumentów, muszą zabezpieczać interesy obligatariuszy. Co do zasady, emitent odpowiada za zobowiązania wynikające z emisji obligacji całym swoim majątkiem (obecnym i przyszłym), jednak wartość majątku z czasem się zmienia, co w skrajnych sytuacjach może doprowadzić do niewypłacalności emitenta, a tym samym strat po stronie posiadaczy obligacji. Chcąc pozyskać tańsze finansowanie przedsiębiorcy najczęściej stosują zabezpieczenia w postaci:

- hipoteka na nieruchomości
- zastaw
- poręczenie
- zabezpieczenia mieszane

W 2013 roku wśród przedsiębiorstw emitujących obligacje, blisko 53% nie posiadało żadnego zabezpieczenia.<sup>10</sup> Pozostałe 47% było zabezpieczonych najpopularniejszymi formami, których szczegółowy udział przedstawia poniższy diagram kołowy:

Rysunek 2. Struktura zabezpieczeń emisji obligacji przedsiębiorstw



Źródło: „Raport Catalyst- podsumowanie i perspektywy rozwoju”, Grant Thornton, Poznań 2013, s. 36

Emitent mając świadomość, iż zabezpieczenie emisji wiąże się z kosztami i dodatkowymi obowiązkami, musi zdecydować, czy zabezpieczać swoje obligacje na poziomie: pełnym, częściowym, czy pozostawić je bez zabezpieczenia. Emitent może dobrowolnie, lub obligatoryjnie jeśli liczba nabywców obligacji przekracza 15 a zabezpieczenie ma formę poręczenia lub gwarancji Skarbu Państwa, zawrzeć z instytucją bankową umowę o reprezentowanie obligatariuszy. Bank-reprezentant, pełni funkcję ustawowego przedstawiciela obligatariuszy, a do jego obowiązków należy:

<sup>10</sup> Raport Catalyst- podsumowanie..., op. cit., s.36

- niezwłoczne informowanie obligatariuszy o zagrożeniach lub naruszeniach obowiązków spoczywających na emitencie
- monitorowanie sytuacji finansowej emitenta
- udzielanie odpowiedzi obligatariuszom dot. sytuacji emitenta
- składanie obligatariuszom, przynajmniej raz na 6 miesięcy, pełnego raportu o emitencie.<sup>11</sup>

Przedsiębiorstwa często pozyskują finansowanie na różnego typu zamierzenia inwestycyjne, które naturalną kolejną rzeczą, mogą okazać się nierentowne. W przypadku mniejszych podmiotów, znaczne straty finansowe mogą doprowadzić do częściowej lub zupełnej utraty płynności, a tym samym, upadku emitenta. Dla kapitałodawców oznacza to częściową lub całkowitą utratę zainwestowanych wcześniej środków. Utrata środków może nastąpić nawet wtedy, gdy emisja była zabezpieczona np. majątkiem przedsiębiorstwa w postaci nieruchomości. Do końca 2013 roku odnotowano 38 emisji wyemitowanych przez 26 podmiotów, w których wystąpił problem z wykupem, bądź terminowym wypłaceniem odsetek (łącznie wartość zagrożonych aktywów wyniosła 252 mln zł).<sup>12</sup> Poniższa tabela przedstawia ilość oraz wartość zagrożonej emisji w stosunku do ogółu notowanych na Catalyście.

**Tabela 4. Udział ilościowy i wartościowy obligacji zagrożonych w stosunku do wszystkich emisji (stan na koniec 2013 roku).\***

Wyszczególnienie	w stosunku do wszystkich emisji	w stosunku do emisji przedsiębiorstw
Liczba emisji niespłaconych w terminie (w %)	5,29%	7,11%
Liczba emisji w których emitent ogłosił upadłość przed wykupem obligacji (w %)	1,70%	2,28%
Łączna liczba problemowych emisji (w %)	6,99%	9,39%

Wyszczególnienie	w stosunku do wszystkich emisji	w stosunku do emisji przedsiębiorstw
Wartość emisji niespłaconych w terminie (w %)	0,82%	1,24%
Wartość emisji w których emitent ogłosił upadłość przed wykupem obligacji (w %)	0,08%	0,12%
Łączna wartość problemowych emisji (w %)	0,90%	1,36%

\*analiza uwzględnia wartość całej problemowej emisji, niezależnie od faktu, czy jakkolwiek część emisji została wykupiona w terminie

Źródło: „Raport Catalyście- podsumowanie i perspektywy rozwoju”, Grant Thornton, Poznań 2013, s. 42

Jak wykazuje powyższa tabela, wartościowy udział zagrożonych aktywów nie był duży w stosunku do całości emisji (0,90% w stosunku do wszystkich emisji i 1,36% do emisji przedsiębiorstw), lecz często w przypadku bankructwa przedsiębiorstwa, znaczył dla inwestorów utratę całego kapitału. Problemy kilku przedsiębiorstw, rzuciły się cieniem na ogół rynku, zadając kłam powszechnemu twierdzeniu, iż obligacje są bezpiecznym środkiem alokacji kapitału, pozbawionym ryzyka. Perspektywa utraty pieniędzy, mimo fizycznego zabezpieczenia obligacji, może skutecznie odstraszyć potencjalnych inwestorów i spowodować, iż minimalna liczba obligacji, która powinna zostać subskrybowana w celu dojścia emisji do skutku, nie zostanie przekroczona. Dla przedsiębiorstwa kończy się to niepozyskaniem funduszy oraz poniesieniem kosztów, związanych z przygotowaniem emisji.

<sup>11</sup> „Obligacje korporacyjne na Catalyście...” op. cit., s. 9

<sup>12</sup> Raport Catalyście- podsumowanie..., op. cit., s.42



## 6. Koszt pozyskania kapitału na rynku Catalyst w formie emisji obligacji

Całościowy koszt pozyskania kapitału z obligacji (emisji oraz jej obsługi) wynika z kilku składowych, zależnych od przedsiębiorstwa oraz ogólnej sytuacji makroekonomicznej. Podstawowym kosztem jest sama emisja oraz wprowadzenie obligacji do obrotu na rynku publicznym. Na sukces emisji wpływ ma ogólna oraz przewidywana kondycja gospodarcza emitenta, której odzwierciedleniem są wyniki finansowe. Przedsiębiorstwa, którym zależy na jak najniższym koszcie pozyskania kapitału, poddają się ocenie ratingowej. Wysoka ocena sprawia, iż przedsiębiorstwo postrzegane jest jako te o mniejszym ryzyku inwestycyjnym, co przekłada się na akceptację przez nabywców niższej premii za ryzyko lub dyskonta. Rating może zostać nadany podmiotowi zaciągającemu zobowiązanie finansowe lub samej emisji papierów dłużnych. Mimo, iż posiadanie ratingu nie jest wymogiem koniecznym, jest to sygnał dla potencjalnych inwestorów, iż emitent chce być podmiotem w pełni transparentnym.

Inwestorzy chętniej lokują swoje środki w obligacjach zabezpieczonych w pełni lub częściowo, gdyż daje to im poczucie większego bezpieczeństwa inwestycji. Pojawia się w tym momencie kwestia formy zabezpieczenia oraz kosztu jaki miałby ponieść emitent w celu obniżenia oprocentowania emisji. Przedsiębiorstwa będące już emitentami obligacji, płacący w terminie należne odsetki oraz wykupujący swoje obligacje, mają większą szansę na wprowadzenie kolejnej, przy niższym oprocentowaniu niż obecna emisja. Elementem na który warto zwrócić uwagę, a mającym duże znaczenie w podjęciu decyzji o zakupie obligacji przez klientów, jest ich płynność. Klienci są w stanie zaakceptować niższą cenę za ryzyko w zamian za większą swobodę obrotu danym instrumentem. Do powyższych czynników, kształtujących koszty pozyskania kapitału, w formie emisji obligacji, dodać należy sytuację makroekonomiczną w kraju oraz na świecie. Spadek koniunktury gospodarczej pociąga za sobą spadek płynności a tym samym wypłacalności przedsiębiorstw, prowadzący często do ich osłabienia lub nawet bankructwa. Niekorzystne dane makroekonomiczne powodują wzrost awersji do ryzyka, ograniczając tym samym alternatywne sposoby finansowania przedsiębiorstw.

Ważnym czynnikiem kształtującym koszt pieniądza jest inflacja oraz oczekiwania co do jej przyszłej wysokości. Zagrożenie inflacyjne, wpływa negatywnie na rynek obligacji, poprzez same formy walki z nią. Każda podwyżka stóp procentowych, powoduje spadek cen obligacji, co pociąga za sobą obniżenie ich atrakcyjności w oczach potencjalnych inwestorów. Wyższe stopy procentowe, to również większa atrakcyjność lokat bankowych, zapewniających większe bezpieczeństwo posiadaczom kapitału o mniejszej skłonności do ryzyka.

Powodzenie oraz koszt emisji zależy także od sytuacji na rynku akcji, który stanowi pierwszą alternatywę dla inwestorów w papiery dłużne. Hossa na giełdzie przekierowuje strumień pieniędzy inwestorów ku konkurencyjnemu segmentowi rynku kapitałowego, wymuszając na emitencie podniesienie stopy oprocentowania lub zwiększenie dyskonta.<sup>13</sup>

Katalog czynników i zdarzeń mających wpływ na koszt emisji oraz późniejszą jej obsługę jest bardzo szeroki, przez co emitent decydując się na tę formę finansowania, powinien rozważyć wszelkie scenariusze ewentualnych zdarzeń i być świadomy możliwości wzrostu kosztów obsługi długu.

Przedsiębiorcy poszukujący finansowania, stają niejednokrotnie przed dylematem, czy pozyskać kapitał w formie kredytu, czy na rynku kapitałowym, poprzez emisję dłużnych papierów wartościowych, najczęściej w postaci obligacji. Odpowiedź nigdy nie jest jednoznaczna i wynika między innymi ze specyfiki przedsiębiorstwa oraz przeznaczenia pozyskanych środków.

<sup>13</sup> *Obligacje korporacyjne na Catalyst...*, op. cit., s.11

Wraz z pojawieniem się rynku Catalyst, zaistniały odpowiednie warunki dla rozwoju dłużnych instrumentów finansowych. Poniższe porównanie ma na celu ukazanie podstawowych podobieństw oraz różnic, pomiędzy emisją obligacji a kredytem bankowym.

**Tabela 5. Porównanie emisji obligacji do kredytu bankowego**

<b>Emisja obligacji</b>	<b>Kredyt bankowy</b>
Wielu dostawców kapitału	Jeden pożyczkodawca. Przy większych kwotach kilka banków w ramach konsorcjum
Emitent określa wysokość i zasady oprocentowania obligacji oraz długość okresów odsetkowych	Wysokość oprocentowania, sposób jego ustalania oraz harmonogram spłat ustala bank
Emitent decyduje o zabezpieczeniu obligacji oraz jego ewentualnej formie i stopniu	Bank decyduje o wielkości i formie zabezpieczenia żądając często zabezpieczeń znacznie przekraczających wartość kredytu
Najpierw spłacane są odsetki a kapitał główny w dniu wykupu obligacji. Nie obciąża to nadmiernie projektu z początkowej fazy rozwoju	Spłata kredytu odbywa się najczęściej w postaci stałych rat kapitałowo-odsetkowych obciążając kredytobiorcę jeszcze zanim rozpocznie projekt
Emitent ponosi wszelkie koszty związane z przygotowaniem emisji oraz wprowadzeniem jej do obrotu na rynku zorganizowanym	Bank pobiera prowizje oraz szereg opłat związanych z uruchomieniem kredytu, w tym: opłatę przygotowawczą, za rozpatrzenie wniosku, udzielenie kredytu, wcześniejszą spłatę. Ponadto trzeba wziąć pod uwagę ewentualną opłatę skarbową za wystawienie weksli oraz ustanowienia zabezpieczeń.
Pełne raportowanie o sytuacji finansowej przedsiębiorstwa (w szczególności gdy obligacje notowane są na rynku zorganizowanym lub został powołany bank-reprezentant)	Kredytobiorca raportuje o sytuacji finansowej jedynie pożyczkodawcy.
Darmowa promocja przedsiębiorstwa przy emisji na rynku zorganizowanym	Brak promocji kredytobiorcy z tytułu posiadanego kredytu

Źródło: Opracowanie własne na podstawie „Obligacje korporacyjne na Catalyst- Przewodnik dla potencjalnych emitentów” Catalyst, Warszawa 2013, s. 11

## **7. Wady i zalety obligacji**

Jak każdy instrument finansowych, tak i obligacje korporacyjne posiadają swoje wady i zalety, dzięki którym mogą do siebie przekonywać lub być barierą w ich wykorzystaniu. Poniżej zostały przedstawione podstawowe zalety oraz wady:

**Zalety:**

- Brak utraty kontroli nad spółką. Przedsiębiorstwo pozyskuje finansowanie bez utraty praw własności do niej. Obligatariusz nie ma wpływu na podejmowane w przedsiębiorstwie decyzje.
- Możliwość poprawy struktury bilansu poprzez zachowanie odpowiednich proporcji pomiędzy kapitałem własnym a obcym
- Pozytywny wpływ na rentowność kapitału własnego poprzez tzw. efekt dźwigni finansowej (efekt występuje gdy rentowność kapitału spółki jest wyższa niż suma kapitałów obcych).
- Elastyczność obligacji, wynikająca z możliwości dopasowania finansowania do aktualnych potrzeb inwestycyjnych (emitent sam decyduje o wysokości oprocentowania, sposobie zabezpieczenia, terminie wykupu czy wielkości emisji).
- Dowolność w kwestii dopasowania terminu spłaty odsetek do wystąpienia dodatnich przepływów z projektu.
- Do momentu wykupu obligacji, płacone są jedynie odsetki.

Wady:

- Oplacalne głównie dla spółek w dobrej kondycji finansowej, gdyż tylko taka gwarantuje pozyskanie finansowania obciążonego niskim kosztem.
- Zwiększenie ryzyka finansowego i bankructwa firmy poprzez finansowanie kapitałem obcym, powodującym wzrost ryzyka finansowego.
- Pogorszenie płynności finansowej, wynikające z płatności zobowiązań na rzecz obligatariuszy.
- Podatność na zmienność stóp procentowych. Podniesienie stóp procentowych powoduje zwiększenie kosztu finansowania obligacji o zmiennym oprocentowaniu, poprzez wzrost wynikających z nich płatności odsetkowych. Spadek poziomu stóp procentowych dla obligacji o stałym oprocentowaniu jest niekorzystny z punktu widzenia emitenta, gdyż mógłby wtedy pozyskać finansowanie po niższym koszcie.
- Koszty wynikające z obowiązków informacyjnych narzucanych przez rynek Catalyst. Obecność na zorganizowanym rynku obrotu instrumentami dłużnymi wymaga regularnego raportowania o kondycji finansowej przedsiębiorstwa. Emitenci zazwyczaj zlecają ten obowiązek Autoryzowanemu Doradcy, co pociąga za sobą kolejne koszty.<sup>14</sup>
- możliwość niedojścia emisji do skutku, ze względu na niskie zainteresowanie inwestorów, co grozi poniesieniem bezzwrotnych kosztów na jej przygotowanie.

## Podsumowanie

Rynek Catalyst stał się sprawnym i efektywnym miejscem pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorstwa oraz tworzy realną alternatywę dla dotychczasowych form pozyskiwania środków w postaci emisji akcji lub zaciągania kredytu bankowego. Emisja obligacji daje dużą elastyczność w działaniu i często umożliwia pozyskanie środków na bardziej atrakcyjnych warunkach. Daje również szansę sfinansowania nowatorskich i ryzykownych zamierzeń, na które banki odmówiły wcześniej pożyczek. Dzieje się tak dzięki funkcji alokacyjno-kumulacyjnej, którą pełni rynek Catalyst. Pozwala on transferować kapitał z miejsc gdzie są jego nadwyżki, w miejsca występowania niedoborów. Siła nowego rynku tkwi w łatwości dostępu do niego, zarówno po stronie inwestorów jak i potrzebujących kapitału. Publiczne emisje obligacji, przeprowadzane za pośrednictwem Catalyst, posiadają duże prawdopodobieństwo odniesienia sukcesu, gdyż w krótkim czasie pozwalają na zebranie dużego kapitału od wielu zainteresowanych, co jest łatwiejsze, niż przekonanie banku do dużej i niepewnej inwestycji.

Obligacje korporacyjne, jako forma finansowania, z roku na rok zyskują na popularności, zarówno wśród przedsiębiorstw posiadających dobrą kondycję finansową, jak i tych z sytuacją diametralnie odmienną. Dla tych pierwszych, jest to zazwyczaj szansa na pozyskanie środków o koszcie mniejszym niż kredyt bankowy. Dla przedsiębiorstw w gorszej kondycji, mających trudności z pozyskaniem kredytu, emisja obligacji może okazać się łatwiejszym, bądź jedynym sposobem na uzyskanie finansowania. Wszystko uzależnione jest od samego emitenta oraz odpowiednio wysokiej premii za ryzyko, jaką zaproponuje inwestorom.

Dotychczasowa historia rynku Catalyst dowodzi, iż jest to platforma realizująca oczekiwania zarówno po stronie emitentów jak i inwestorów. Rynek ciągle jest na wczesnym etapie rozwoju, lecz istnieją wszelkie przesłanki ku temu, by twierdzić, iż jego dynamika rozwoju w najbliższych latach będzie zachowana, a funkcja kumulacyjno-alokacyjna, będzie nabierać na znaczeniu.

<sup>14</sup> [http://www.korporaty.pl/jak\\_inwestowac/obligacje\\_korporacyjne\\_ciekawa\\_metoda\\_finansowania\\_inwestycji](http://www.korporaty.pl/jak_inwestowac/obligacje_korporacyjne_ciekawa_metoda_finansowania_inwestycji)

## Bibliografia

1. *Obligacje korporacyjne na Catalyst. Przewodnik dla potencjalnych emitentów*, Catalyst, Warszawa 2013,
2. *Obligacje na rynku Catalyst, Gielda Papierów Wartościowych*, Warszawa 2011
3. Publikacja *Rynek Kapitałowy i Terminowy*, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2010,
4. *Raport Catalyst- podsumowanie i perspektywy rozwoju*”, Grant Thornton, Poznań 2013,
5. Ustawa o obligacjach z dnia 29 czerwca 1995r. (Dz.U. 1995 Nr 83 poz. 420 z późn. zm.)
6. <http://bestcapital.pl/catalyst-ma-juz-5-lat-podsumowanie-ryнку/>
7. <http://bossa.pl/edukacja/rynek/instrumenty/obligacja/>
8. <http://obligacje.pl/front/article/view/id/45>
9. [http://www.gpwcatalyst.pl/catalyst\\_rynek\\_obligacji\\_gpw](http://www.gpwcatalyst.pl/catalyst_rynek_obligacji_gpw)
10. [http://www.korporaty.pl/jak\\_inwestowac/obligacje\\_korporacyjne\\_ciekawa\\_metoda\\_finansowania\\_inwestycji](http://www.korporaty.pl/jak_inwestowac/obligacje_korporacyjne_ciekawa_metoda_finansowania_inwestycji)

## CATALYST MARKET ON FINANCING ENTERPRISES

### Summary

Established in 2009 Catalyst's bond market has become an important element of the Polish capital market and an alternative to existing forms of financing. Centralized the rotation of the debt instruments, popularized it among companies and allowed to exist in the minds of investors, which contributed to its dynamic development. At the same time, it contributes to its dynamic development. Catalyst's suitable architecture creates opportunities for companies to gain the capital in various stages of development and of varying size and characteristics. At the same time, allows the promotion of the issuer and reach to wider range of the funders. Catalyst's market is still in its the initial stage of development, but there are reasons to believe that in the near future it will continue to grow at a rate of ten percent per year, thereby attracting new issuers and investors.

**Key words:** corporate bonds, Catalyst market, funding