

Nowoczesne Systemy Zarządzania
Zeszyt 14 (2019), nr 1 (styczeń-marzec)
ISSN 1896-9380, s. 93-106

Modern Management Systems
Volume 14 (2019), No. 1 (January-March)
ISSN 1896-9380, pp. 93-106



Instytut Organizacji i Zarządzania
Wydział Cybernetyki
Wojskowa Akademia Techniczna
w Warszawie

Institute of Organization and Management
Faculty of Cybernetics
Military University of Technology

Dywersyfikacja źródeł kapitału przedsiębiorstw za pośrednictwem publicznej emisji obligacji

Problem of diversification of capital raised through the public issue of bonds

Kamil Gemra

Szkoła Główna Handlowa
Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie

Abstrakt. Artykuł przedstawia problem dywersyfikacji kapitału przedsiębiorstw w wyniku publicznej emisji obligacji. Zawarto w nim krótką analizę uwarunkowań prawnych dotyczących prowadzenia tego typu procesów. W artykule zastosowano metodę analizy danych wtórnych, według której przebadano wszystkie publiczne emisje obligacji od początku roku 2015 do końca III kwartału 2016 r. Celem artykułu jest zbadanie roli, jaką mogą pełnić publiczne emisje obligacji skierowane do inwestorów indywidualnych w finansowaniu przedsiębiorstw. Z przeprowadzonego badania wynika, że można spodziewać się wzrostu udziału tej formy finansowania w polskich przedsiębiorstwach.

Słowa kluczowe: obligacje, rynek Catalyst, publiczna emisja.

Abstract. The article presents the problem of diversification of capital raised through the public issue of bonds. It includes short analysis of legal conditions of this type of processes. Author used method of secondary data analysis, which examined all public issues of bonds from early 2015 to the end of third quarter of 2016. The aim of this article is to examine role of public issue of bonds for individual investors in financing companies. Study shows that we can expect an increase in popularity of this form of financing in polish enterprises.

Keywords: bonds, Catalyst market, public offering.

Wstęp

Współczesna gospodarka wymusza na przedsiębiorstwach dywersyfikowanie swoich źródeł kapitału. Dzięki dynamicznie rozwijającemu się rynkowi obligacji Catalyst przedsiębiorstwa coraz częściej zaczynają sięgać po kapitał dłużny

pochodzący z emisji obligacji. Pozyskiwanie kapitału w ten sposób może odbywać się za pomocą prywatnych bądź publicznych emisji. Dostarczycielami kapitału mogą być zarówno profesjonalni inwestorzy instytucjonalni, jak i inwestorzy indywidualni, dla których jest to szansa na lokowanie swoich oszczędności w oczekiwaniu na wyższe stopy zwrotu.

Celem artykułu jest zbadanie roli, jaką mogą pełnić publiczne emisje obligacji skierowane do inwestorów indywidualnych w finansowaniu przedsiębiorstw. Wykorzystano do tego metodę analizy danych wtórnych i dokonano analizy wszystkich publicznych emisji obligacji przeprowadzonych w roku 2015 oraz w ciągu trzech kwartałów 2016 r. Na podstawie przeprowadzonego badania oraz obserwacji rynku Catalyst w artykule zawarto próbę przewidzenia trendów, jakie będą na nim występować.

1. Istota źródeł finansowania

Działalność przedsiębiorstwa i jego bieżące prowadzenie wymaga pozyskiwania źródeł finansowania odpowiednich do potrzeb operacyjnych i inwestycyjnych. Aby zapewnić płynność finansową oraz ciągłość działania, konieczne jest pozyskanie odpowiednich do potrzeb źródeł finansowania w ujęciu wartościowym i czasowym. Potrzeby finansowe mogą być zaspokajane z różnych źródeł, tj. wewnętrznych lub zewnętrznych. Ponadto mogą być finansowane z kapitału własnego lub w formie zaciąganych przez przedsiębiorstwo zobowiązań. Każde ze źródeł kapitału cechuje się inną specyfiką (Duliniec, 2015, s. 74). Z dostępnych źródeł dla danego przedsiębiorstwa zarządzający stara się wybrać takie, które w danych warunkach są dla jego firmy najkorzystniejsze.

Dobór odpowiedniej proporcji kapitału w przedsiębiorstwie decyduje o jego efektywności. Zatem ustalenie odpowiedniej struktury kapitału ma decydujący wpływ na efektywność jego wykorzystania. Niestety badaczom naukowym trudno jest jednoznacznie stwierdzić nawet to, czym tak naprawdę jest struktura kapitału, a co dopiero przedstawić uniwersalną zasadę doboru struktury kapitału. Wynika to z wielu, często odmiennych poglądów na ten temat. Co więcej, trudno jednoznacznie przesądzić, który pogląd dominuje (Gemra, 2015a, s. 242-244).

Często praktycy w dziedzinie gospodarki wiążą strukturę kapitału ze źródłami finansowania przedsiębiorstwa. W takim podejściu to oznacza, że struktura kapitału to nic innego jak podział pasywów w bilansie. Niemniej jednak wielu autorów prac z zakresu finansów przedsiębiorstwa nie zgadza się z takim podejściem. Twierdzą oni bowiem, że pojęcie struktury kapitału odnosi się do kapitału zainwestowanego i nie jest prostym stosunkiem kapitału obcego i własnego w pasywach. Przez pojęcie kapitału zainwestowanego rozumie się sumę kapitału własnego oraz oprocentowanego kapitału obcego. Aktywa, które finansuje tak zainwestowany kapitał, nazywane

są aktywami netto. Według takiego podejścia w strukturze kapitału nie uwzględnia się nieoprocentowanych zobowiązań przedsiębiorstwa o krótkoterminowym charakterze, które nie są angażowane w przedsiębiorstwo w celu osiągnięcia pewnej stopy zwrotu, a ich cena nie jest wyrażona w stopie procentowej (Cwynar, Cwynar, 2008, s. 69). Zatem pojęcie źródeł finansowania jest szersze niż pojęcie samej struktury kapitału, ponieważ oprócz zasobów pozyskanych od inwestorów i wierzycieli obejmuje zasoby pozyskane od różnego rodzaju „niefinansowych” interesariuszy przedsiębiorstwa. Można wymienić na przykład dostawców, aparat podatkowy czy pracowników. Ponadto pojęcie źródeł finansowania obejmuje także rezerwy czy kapitały uzyskane w drodze przekształceń aktywów (Chojnacka, 2012, s. 13).

Nieco inne podejście do kwestii struktury kapitału i źródeł finansowania to utożsamianie kapitału zainwestowanego z aktywami operacyjnymi netto, czyli aktywami netto, ale pomniejszonymi o tzw. kapitał nadwyżkowy, zamrożony w aktywach niezwiązanych z podstawową działalnością przedsiębiorstwa (Cwynar, Cwynar, 2008, s. 68).

Ze strukturą kapitału związane jest kluczowe pojęcie „optymalna struktura kapitału”. Zapewnia ona osiągnięcie najkorzystniejszej równowagi między ryzykiem i korzyściami finansowymi. Oznacza to minimalizację WACC (ang. *Weighted Average Cost of Capital* – średni ważony koszt kapitału), maksymalizację wartości podmiotu oraz maksymalizację zysku lub wskaźnika ROE (ang. *return on equity* – wskaźnik rentowności kapitału własnego). Jednocześnie trzeba wyraźnie podkreślić, że w dalszym ciągu nie ma wypracowanej jednolitej teorii struktury kapitału. Jest to zapewne związane z tym, że na jej kształtowanie wpływa wiele różnych czynników.

Pierwszy podział mechanizmów oddziałujących na strukturę, jaki można zaproponować, to czynniki statyczne i dynamiczne. Teoria statyczna zakłada, że dana wartość kapitału jest niezbędną do sfinansowania przedsiębiorstwa, a problemem jest jedynie określenie jego optymalnej struktury. Teorie dynamiczne zakładają zaś zmienną wartość kapitału potrzebną do finansowania działalności przedsiębiorstwa (Kędzior, 2011, s. 134).

Odmiernym podziałem są czynniki wpływające na decyzje dotyczące pozyskiwania finansowania, a zatem budowania struktury kapitału. W literaturze dzielimy je na uwarunkowania mikroekonomiczne oraz makroekonomiczne (Janasz, Janasz, Wiśniewski, 2005, s. 52). Wśród czynników mikroekonomicznych można wymienić faktory, takie jak wielkość przedsiębiorstwa, jego rentowność, tempo rozwoju firmy, rodzaj aktywów, specyfika branży oraz relacje pomiędzy menedżerami a właścicielami. Do czynników makroekonomicznych możemy zaliczyć przepisy prawa regulujące powstawanie przedsiębiorstw, stan rynku finansowego i jego rozwój, przepisy podatkowe oraz system bankowy.

Przedstawione czynniki to są wybrane faktory uogólniające sytuację przedsiębiorstw. Należy jednak zaznaczyć, że decyzje dotyczące wyboru odpowiedniego źródła finansowania zależą w wielu wypadkach od indywidualnej sytuacji danego podmiotu (Gemra, 2015b, s. 623-625).

2. Prawne uwarunkowania publicznych emisji

Rynek kapitałowy, który zaczął się rozwijać w Polsce wraz z uruchomieniem giełdy w 1991 r., był traktowany jako symbol wprowadzanych reform gospodarczych (Pietrzak, Dzierżanowski, Sowiński, 1998, s. 5). Ponadto chciano powiązać proces prywatyzacji z jego rozwojem (Czekaj, Owsiak, 1999, s. 14). W anglosaskim modelu systemu finansowania znaczącym źródłem pozyskiwania kapitału są dłużne papiery wartościowe, a obrót nimi jest rozwinięty. Z kolei w Polsce, przed powstaniem rynku Catalyst, trudno było mówić o w pełni działającym zorganizowanym rynku obrotu (Kordela, 2010, s. 170). Oczywiście pojawiały się transakcje, głównie w formule emisji prywatnych, kierowane do niewielkiej liczby inwestorów. Niemniej jednak brak zorganizowanego rynku obrotu papierami dłużnymi był swojego rodzaju hamulcem w rozwoju rynku obligacyjnego. Praktycznie nie istniał wówczas rynek wtórny, ponieważ inwestorzy trzymali obligacje do wykupu lub zamiany na akcje (Antkiewicz, 2012, s. 148). Kluczowym podmiotem rynku obligacji była Centralna Tabela Ofert, która później przekształciła się w MTS CeTO.

Dopiero powstanie zorganizowanego rynku obrotu obligacjami w Polsce, jakim jest rynek Catalyst, dało impuls do zwiększenia wykorzystywania obligacji jako źródła finansowania działalności przedsiębiorstw. Rynek Catalyst ruszył 30 września 2009 r. Jest on ciągle niewielki i niedoświadczony, ale rozwija się dynamicznie (Czerwiński, 2011, s. 63).

Ważną częścią rynku obligacji korporacyjnych jest rynek pierwotny, kiedy to dochodzi do pierwszej emisji danych papierów dłużnych. Jeżeli chodzi o **tryb emisji obligacji**, to ustawodawca przewidział następujące możliwości emisji:

- **emisję niepubliczną** – określaną jako emisję prywatną lub zamkniętą;
- **emisję publiczną** – przeprowadzoną na podstawie zapisów w ustawie o ofercie publicznej lub z pominięciem zapisów tejże ustawy.

Ofertą niepubliczną (prywatną) jest proponowanie nabycia papierów wartościowych skierowane do najwyżej 149 imiennie wskazanych osób. W tym przypadku nie jest wymagane sporządzanie prospektu emisyjnego ani memorandum informacyjnego. Zgodnie z ustawą o obligacjach emitent sporządza propozycję nabycia i udostępnia ją wybranym osobom. Przyjęcie propozycji następuje w wyniku złożenia odpowiedniego oświadczenia woli oraz dokonania wpłaty na wskazany rachunek subskrypcyjny.

Ofertą publiczną jest udostępnianie co najmniej 150 osobom lub nieoznaczonemu adresatowi, w dowolnej formie i w dowolny sposób, informacji o papierach wartościowych i warunkach ich nabycia, stanowiących wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych papierów wartościowych. Oferta publiczna wymaga sporządzenia publicznego dokumentu informacyjnego – prospektu emisyjnego lub memorandum informacyjnego, uzyskania zatwierdzenia go przez Komisję Nadzoru Finansowego oraz udostępnienia go do publicznej wiadomości.

Przeprowadzenie oferty publicznej wymaga zawarcia umowy z domem maklerskim, który będzie pełnił funkcję oferującego. Podmiot taki przygotowuje i prowadzi proces emisji oraz koordynuje działania innych podmiotów uczestniczących w tym procesie, takich jak firma konsultingowa, kancelaria prawna, audytor, agencja reklamowa. Oferujący przyjmuje zapisy na obligacje za pośrednictwem swoich punktów obsługi klientów. Może również utworzyć konsorcjum dystrybucyjne, co zwiększa szansę powodzenia emisji.

Prospekt emisyjny nie musi być jednak udostępniany w przypadku oferty publicznej, która spełnia następujące wymagania:

- kierowana jest wyłącznie do klientów profesjonalnych w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi;
- adresowana jest wyłącznie do inwestorów, z których każdy nabywa papiery wartościowe o wartości liczonej według ich ceny emisyjnej lub ceny sprzedaży z dnia jej ustalenia, co najmniej 100 000 euro;
- dotyczy papierów wartościowych, których jednostkowa wartość nominalna wynosi nie mniej niż 100 000 euro w dniu jej ustalenia;
- dotyczy akcji związanej z wymianą akcji istniejących, obejmujących wydawanie akcjonariuszom akcji takiego samego rodzaju co akcje podlegające wymianie, jeżeli nie powoduje to podwyższenia kapitału zakładowego emitenta;
- zakłada wpływy brutto emitenta lub sprzedającego na terytorium Unii Europejskiej, liczone według ceny emisyjnej lub ceny sprzedaży papierów wartościowych z dnia jej ustalenia, stanowią mniej niż 100 000 euro, i wraz ze wpływami, które emitent lub sprzedający zamierzał uzyskać z tytułu takich ofert publicznych papierów wartościowych, dokonanych w okresie poprzednich 12 miesięcy, nie osiągną lub nie przekroczą tej kwoty.

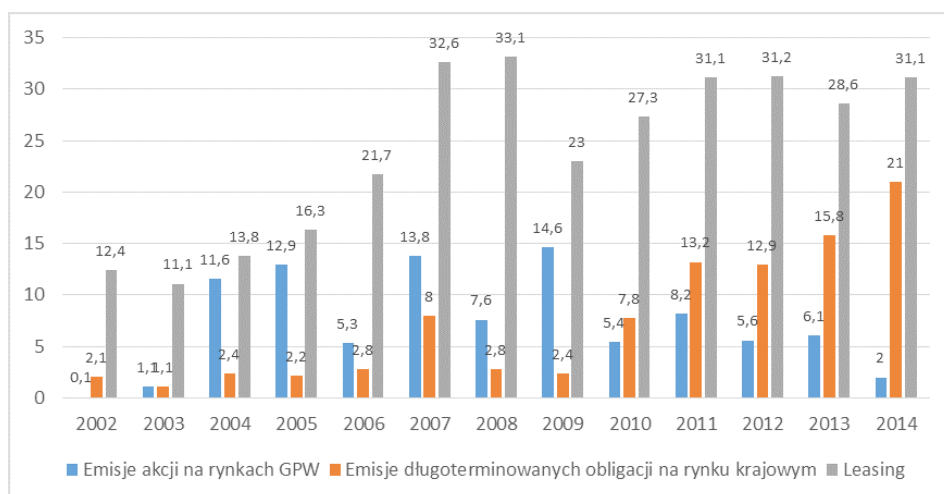
Warto wspomnieć, że w roku 2013 doszło do nowelizacji ważnej ustawy o ofercie publicznej za sprawą wprowadzenia ustawy z dnia 8 marca 2013 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw. To wówczas wprowadzono zmianę dotyczącą nowej liczby inwestorów charakteryzujących ofertę publiczną lub prywatną. Ponadto wprowadzono możliwość oferty publicznej bez prospektu emisyjnego, jedynie z zatwierdzeniem akcji promocyjnej przez Komisję Nadzoru Finansowego. Taka oferta publiczna może mieć maksymalną wartość do 2,5 mln euro.

Należy również stwierdzić, że zasady obrotu wtórnego na ASO Catalyst są jednakowe dla obligacji, które były oferowane publicznie, oraz oferowanych w emisji niepublicznej (Mazurek, 2011, s. 19-38).

3. Publiczne emisje w świetle badania empirycznego

Według danych Narodowego Banku Polskiego na przestrzeni ostatnich 5 lat struktura finansowania przedsiębiorstw w Polsce pozostaje stabilna. Przedsiębiorstwa w Polsce zaspokajają swoje potrzeby kapitałowe w zdecydowanej większości dzięki kredytom bankowym. Odpowiadają one za ok. 80 procent zapotrzebowania na kapitał. Ten poziom ulega corocznie niewielkim wahaniom. Z kolei struktura finansowania niebankowego ulega znacznym zmianom. Dane te zawiera wykres 1.

Wykres 1. Struktura niebankowego finansowania przedsiębiorstw w Polsce w latach 2002-2014



Źródło: opracowanie na podstawie danych NBP

Dominującym źródłem finansowania niebankowego jest leasing. Warto jednak zauważyć, że spada rola finansowania za pomocą akcji na rzecz finansowania dzięki obligacjom. W latach 2002-2009 z emisji obligacji przedsiębiorstwa pozyskały 23,8 mld zł, natomiast w latach 2010-2014, kiedy działał u nas już rynek obligacji Catalyst, firmy z emisji obligacji pozyskały 70,7 mld zł. Jednocześnie coraz mniej kapitału pozyskiwane jest z emisji akcji. Rośnie zatem znaczenie obligacji w finansowaniu rodzimych przedsiębiorstw.

Publiczna emisja kierowana do inwestorów indywidualnych jest jednym ze sposobów pozyskiwania kapitału dłużnego pochodzącego z emisji obligacji. Należy jednak zauważyć, że jest to proces stosunkowo długotrwały i kosztowny, co wynika z konieczności zaangażowania domu maklerskiego oraz sporządzenia prospektu

emisyjnego. Szacuje się, że cała procedura od momentu decyzji do momentu zatwierdzenia prospektu emisyjnego oraz zakończenia pierwszej emisji trwa około pół roku. Jednym ze sposobów efektywnego wykorzystania prospektu emisyjnego jest prowadzenie programów publicznej emisji obligacji. Oznacza to, że przedsiębiorstwa po zatwierdzeniu prospektu emisyjnego przez następne 12 miesięcy emitują kilka serii obligacji. Ponadto ze względu na koszty na publiczną emisję obligacji z procedurą prospektową decydują się duże firmy, w których wartość emisji wynosi przynajmniej kilkanaście milionów złotych, tak aby koszt pozyskanego kapitału nie był zbyt wysoki.

W niniejszym artykule dokonano analizy wszystkich publicznych emisji obligacji, do jakich doszło począwszy od początku 2015 r. aż do końca III kwartału 2016 r. W tabelach 1 i 2 przedstawiono wszystkich emitentów, którzy zdecydowali się pozyskać kapitał w ten sposób w badanym okresie.

Tabela 1. Publiczne emisje obligacji na podstawie prospektu emisyjnego

Emitent	Seria
Best	K3
Best	K4
Capital Park	E
Getin Noble Bank	SP-I
Murapol	P
Capital Park	F
Ghelamco Invest	PPB
Kruk	W1
PCC Rokita	CA
Polnord	M1
Ghelamco Invest	PPC
Capital Park	G
Best	L1
Murapol	R
Ghelamco Invest	PPD
Kruk	W2
Getin Noble Bank	PP5-I

Objaśnienia: użyte w tabeli dane dotyczą okresu od 1 stycznia 2015 r. do 31 grudnia 2015 r.

Tabela 2. Publiczne emisje obligacji na podstawie prospektu emisyjnego

Emitent	Seria
Best	L2
Ghelamco Invest	PPE
Kruk	AB1
Ghelamco Invest	PPF
Getin Noble Bank	PP5-II
Best	L3
Alior Bank	P1A
Ghelamco Invest	PPG
Getin Noble Bank	PP5-III
Alior Bank	P1B
PCC Rokita	DA
PCC Rokita	DB
Kruk	AB2
Getin Noble Bank	PP5-IV
Bank Pocztowy	P1
PCC Exol	A1
Kruk	AB3
Ghelamco Invest	PPH
Ghelamco Invest	PPI
Getin Noble Bank	PP5-V
PCC Rokita	DC
Getin Noble Bank	PP5-VI
PCC Exol	A2
Kruk	AB4

Objaśnienia: użyte w tabeli dane dotyczą okresu od 1 stycznia 2016 r. do 30 września 2016 r.

Źródło: opracowanie własne

Tak jak wcześniej wspomniano, przedsiębiorstwa, które decydują się na pozyskanie kapitału z publicznej emisji obligacji, emitują kilka serii obligacji. Regularnie swoje obligacje oferują Getin Noble Bank, PCC Rokita, Ghelamco Invest czy Best. Spółki w ten sposób dostosowują wartość pozyskanego kapitału do obecnej sytuacji operacyjnej, dzięki czemu bardziej efektywnie wykorzystują kapitał. Wynika to z tego, że prospekt emisyjny ma ważność jednego roku i w tym czasie dana firma może

przeprowadzić kilka transz emisji obligacji, dostosowując się również do popytu zgłaszanego ze strony inwestorów.

Ciekawą kwestią są również branże, z których wywodzili się emitenci obligacji w formule publicznej emisji w badanym okresie. Dane te prezentuje tabela 3.

Tabela 3. Branże oraz emitenci emitujący obligacje na podstawie prospektu emisyjnego

Branża	Emitent
Windykacyjna	Best
	Kruk SA
Deweloperska	Capital Park
	Murapol
	Ghelamco Invest
	Murapol
Bankowość	Getin Noble Bank
	Bank Pocztowy
	Alior Bank
Chemiczna	PCC Rokita
	PCC Exol

Objaśnienia: użyte w tabeli dane dotyczą okresu od 1 stycznia 2015 r. do 30 września 2016 r.

Źródło: opracowanie własne

Dominującą grupę oprócz banków stanowią firmy z dwóch branż – windykacyjnej oraz deweloperskiej. Można zauważyć, że ci przedstawiciele, którzy zdecydowali się na emisję, to stosunkowo duże i stabilne podmioty. Stąd zapewne decyzja o publicznej emisji obligacji w formule oferty publicznej. Główną przyczyną, jaką podawali, jest chęć dywersyfikacji źródeł finansowania. Warto jednak zauważyć, że zarówno branża windykacyjna, jak i deweloperska nie cieszą się dużą popularnością w bankach i tym spółkom trudno jest pozyskiwać kapitał z kredytów bankowych. Dzięki publicznym emisjom mogli pozyskać kapitał od inwestorów indywidualnych, którzy zdecydowali się na objęcie wyemitowanych przez nich obligacji. Ponadto na takie emisje w 2015 r. oraz w 2016 r. decydowała się PCC Rokita, czyli spółka, która jako pierwsza na polskim rynku przeprowadziła program publicznej emisji. Dodatkowo dołączyła do niej inna spółka z grupy PCC Exol SA (Gemra, 2015a, s. 325-335).

Analiza przeprowadzonych ofert wymaga podania wartości pozyskanego kapitału. Dane te prezentuje tabela 4.

Tabela 4. Wartość emisji obligacji prowadzonych na podstawie prospektu emisyjnego

1.01-31.12.2015			1.01-30.09.2016		
Emitent	Seria	Wartość emisji (w zł)	Emitent	Seria	Wartość emisji (w zł)
Best	K3	35 000 000	Best	L2	40 000 000
Best	K4	20 000 000	Ghelamco Invest	PPE	50 000 000
Capital Park	E	11 100 000	Kruk	AB1	65 000 000
Getin Noble Bank	SP-I	50 000 000	Ghelamco Invest	PPF	30 000 000
Murapol	P	30 000 000	Getin Noble Bank	PP5-II	35 000 000
Capital Park	F	35 000 000	Best	L3	50 000 000
Ghelamco Invest	PPB	50 000 000	Alior Bank	P1A	150 000 000
Kruk	W1	20 000 000	Ghelamco Invest	PPG	50 000 000
PCC Rokita	CA	20 000 000	Getin Noble Bank	PP5-III	35 000 000
Polnord	M1	50 000 000	Alior Bank	P1B	70 000 000
Ghelamco Invest	PPC	30 000 000	PCC Rokita	DA	25 000 000
Capital Park	G	1 883 700	PCC Rokita	DB	20 000 000
Best	L1	60 000 000	Kruk	AB2	135 000 000
Murapol	R	30 000 000	Getin Noble Bank	PP5-IV	50 000 000
Ghelamco Invest	PPD	50 000 000	Bank Pocztowy	P1	50 000 000
Kruk	W2	30 000 000	PCC Exol	A1	20 000 000
Getin Noble Bank	PP5-I	35 000 000	Kruk	AB3	65 000 000
Ghelamco Invest PPI			Ghelamco Invest	PPH	30 000 000
Getin Noble Bank PP5-V			50 000 000		
PCC Rokita DC			60 000 000		
Getin Noble Bank PP5-VI			25 000 000		
PCC Exol A2			25 000 000		
Kruk AB4			35 000 000		
Suma		557 983 700	Suma		1205 000 000

Objaśnienia: użyte w tabeli dane dotyczą okresu od 1 stycznia 2015 r. do 30 września 2016 r.

Źródło: opracowanie własne

Przedsiębiorstwa z publicznych emisji obligacji w 2015 r. pozyskały blisko 558 mln zł. Rok wcześniej firmy pozyskały 1,012 mld zł. Jednak rekordowo zapowiadał się rok 2016, ponieważ przedsiębiorstwa z publicznych emisji obligacji tylko w trzech kwartałach pozyskały 1,2 mld zł, co już jest największą wartością w historii polskiego rynku kapitałowego. Ponadto warto zauważyć, że w trzech pierwszych kwartałach 2016 r. na publiczną emisję zdecydowało się 8 spółek, a w całym 2015 r. na emisję zdecydowało się 9 emitentów, w 2014 było ich siedmiu, a w 2013 zaledwie czterech (<https://obligacje.pl/>).

W przypadku emisji obligacji warto przeanalizować oferowane oprocentowania. Dane te zawierają tabele 5 i 6.

Tabela 5. Oprocentowanie emisji obligacji prowadzonych na podstawie prospektu emisyjnego

Emitent	Seria	Oprocentowanie
Best	K3	WIBOR3M + 3,3 pkt proc.
Best	K4	WIBOR3M + 3,5 pkt proc.
Capital Park	E	WIBOR3M + 4,3 pkt proc.
Getin Noble Bank	SP-I	4 proc.
Murapol	P	WIBOR3M + 4,6 pkt proc.
Capital Park	F	WIBOR3M + 4,3 pkt proc.
Ghelamco Invest	PPB	WIBOR6M + 4,0 pkt proc.
Kruk	W1	4,5 proc.
PCC Rokita	CA	5 proc.
Polnord	M1	WIBOR3M + 3,5 pkt proc.
Ghelamco Invest	PPC	WIBOR6M + 4,0 pkt proc.
Capital Park	G	WIBOR3M + 4,3 pkt proc.
Best	L1	WIBOR3M + 3,6 pkt proc.
Murapol	R	WIBOR3M + 4,6 pkt proc.
Ghelamco Invest	PPD	WIBOR6M + 4,0 pkt proc.
Kruk	W2	WIBOR3M + 2,9 pkt proc.
Getin Noble Bank	PP5-I	WIBOR6M + 4,0 pkt proc.

Objaśnienia: użyte w tabeli dane dotyczą okresu od 1 stycznia 2015 r. do 31 grudnia 2015 r.

Źródło: opracowanie własne

Tabela 6. Oprocentowanie emisji obligacji prowadzonych na podstawie prospektu emisyjnego

Emitent	Seria	Oprocentowanie
Best	L2	zmienne WIBOR 3M + 3,8%
Ghelamco Invest	PPE	zmienne WIBOR 6M + 4%
Kruk	AB1	zmienne WIBOR 3M + 3,15%
Ghelamco Invest	PPF	zmienne WIBOR 6M + 4%
Getin Noble Bank	PP5-II	zmienne WIBOR 6M + 5%
Best	L3	zmienne WIBOR 3M + 3,5%
Alior Bank	P1A	zmienne WIBOR 6M + 3,25%
Ghelamco	PPG	zmienne WIBOR 6M + 4%
Getin Noble Bank	PP5-III	zmienne WIBOR 6M + 5%
Alior Bank	P1B	zmienne WIBOR 6M + 3%
PCC Rokita	DA	stałe 5%
PCC Rokita	DB	stałe 5%
Kruk	AB2	zmienne WIBOR 3M + 3,15%
Getin Noble Bank	PP5-IV	zmienne WIBOR 6M + 5%
Bank Pocztowy	P1	zmienne WIBOR 6M + 2,8%
PCC Exol	A1	stałe 5,5%
Kruk	AB3	zmienne WIBOR 3M + 3,15%
Ghelamco Invest	PPH	zmienne WIBOR 6M + 4%
Ghelamco Invest	PPI	zmienne WIBOR 6M + 4%
Getin Noble Bank	PP5-V	zmienne WIBOR 6M + 5%
PCC Rokita	DC	stałe 5%
Getin Noble Bank	PP5-VI	zmienne WIBOR 6M + 5%
PCC Exol	A2	stałe 5,5%
Kruk	AB4	zmienne WIBOR 3M + 3,15%

Objaśnienia: użyte w tabeli dane dotyczą okresu od 1 stycznia do 30 września 2016 r.

Źródło: opracowanie własne

Przed wszystkim trzeba zwrócić uwagę, że spółki emitujące obligacje w formule publicznej emisji decydowały się głównie na oprocentowanie zmienne. Według autora niniejszego artykułu wynika to przede wszystkim z chęci zabezpieczenia się przed ryzykiem stopy procentowej oraz z oczekiwaniami do dalszego spadku stóp procentowych w Polsce w kolejnych okresach. Marża, jaką oferowali emitenci, wahała się od około 2,8 punktu procentowego do około 5 punktów procentowych. Co ciekawe najniższą marżę oferował Bank Pocztowy, a najwyższą w badanej grupie

również bank – Getin Noble Bank. Pokazuje to, jak różne jest postrzeganie przedsiębiorstw nawet z tej samej branży. Jedynie spółki z Grupy PCC zdecydowały się na oferowanie stałego oprocentowania.

Podsumowanie

Badany okres był na pewno ciekawy pod względem możliwości inwestycyjnych dla inwestorów indywidualnych, ponieważ na publiczną emisję obligacji decyduje się coraz więcej emitentów. Na podstawie doświadczeń i obserwacji praktyki rynkowej można przypuszczać, że w kolejnych latach na Catalyst wystąpi kilka następujących tendencji:

- zarówno liczba, jak i wartość publicznych emisji obligacji będzie rosła, firmy chcące dywersyfikować źródła kapitału będą prowadzić emisje w tych formułach;
- emitenci będą inwestowali w dobre relacje inwestorskie i będą kontynuować programy publicznych emisji, tak jak to robi pionier rynku PCC Rokita;
- w lutym 2016 r. doszło do wprowadzenia podatku bankowego, co sprawiło, że bankom przestało zależeć na jak największej sumie bilansowej, dzięki czemu mogą ograniczać finansowanie przedsiębiorstw, a te z kolei chętniej sięgną po kapitał z publicznych emisji obligacji;
- dobrze znani inwestorom emitenci, którzy sumiennie wywiązują się ze swoich zobowiązań, będą mogli liczyć na coraz niższe koszty pozyskiwania i obsługi zadłużenia;
- oprócz emisji obligacji w formule publicznych emisji z zatwierdzanym prospektem emisyjnym na rynku powinny pojawiać się publiczne emisje o wartości do 2,5 mln euro bez konieczności zatwierdzania prospektu;
- upadłości małych i niestabilnych emitentów po części zrażą inwestorów indywidualnych do rynku Catalyst, ale jednocześnie skierują ich uwagę ku dużym i stabilnym podmiotom, pozyskującym kapitał w formule publicznej emisji obligacji z prospektem emisyjnym;
- coraz niższe wartości oferowanego oprocentowania na lokatach w bankach skierują nowych, dotąd nieobecnych inwestorów ku rynkowi Catalyst, na czym skorzystają duże, znane firmy oferujące obligacje.

BIBLIOGRAFIA

- [1] ANTKIEWICZ S., 2012, *Papiery wartościowe na rynku pieniężnym i kapitałowym*, CeDeWu, Warszawa.
- [2] CHOJNACKA E., 2012, *Struktura kapitału spółek akcyjnych w Polsce*, CeDeWu, Warszawa.
- [3] Cwynar A., Cwynar W., 2008, *Optymalizacja struktury kapitału i kalkulacja kosztu kapitału spółki*, [w:] M. Panfil (red.), *Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa. Studia przypadków*, Difin, Warszawa.

- [4] CZEKAJ J., OWSIAK S., 1998, *Prywatyzacja a rynek kapitałowy w Polsce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- [5] CZERWIŃSKI M., 2011, *Analiza funkcjonowania publicznego rynku nieskarbowych papierów dłużnych Catalyst*, [w:] K. Jajuga (red.), *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Rynek finansowy*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław.
- [6] DULINIEC A., 2015, *Wybór źródeł finansowania a optymalna struktura kapitału w przedsiębiorstwie*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr 74.
- [7] GEMRA K., 2015a, *Determinanty struktury kapitału w firmach windykacyjnych notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, [w:] J. Grzywacz (red.), *Struktura kapitału w przedsiębiorstwie w warunkach ekspansji, kryzysu i zjawisk upadłościowych*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- [8] GEMRA K., 2015b, *Pionierska publiczna emisja obligacji bez prospektu emisyjnego – case study PTI SA*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr 73.
- [9] JANASZ K., JANASZ W., WIŚNIEWSKI J., 2005, *Zarządzanie kapitałem w przedsiębiorstwie*, Difin, Warszawa.
- [10] KĘDZIOR M., 2011, *Międzynarodowa struktura kapitału przedsiębiorstwa*, C.H. Beck, Warszawa.
- [11] KORDELA D., 2010, *Rynek Catalyst w strukturze polskiego rynku papierów wartościowych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu”, nr 143.
- [12] MAZUREK J., *Obligacje korporacyjne na rynku Catalyst. Przewodnik dla potencjalnych emitentów*, Wydawnictwo Giełdy Papierów Wartościowych, Warszawa.
- [13] PIETRZAK E., DZIERŻANOWSKI M., SOWIŃSKI T., 1998, *Rynek kapitałowy w procesie transformacji polskiej gospodarki do systemu rynkowego*, „Transformacja Gospodarki”, nr 90.
- [14] Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (DzU 2015 poz. 238).
- [15] Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (DzU 2005 nr 183, poz. 1538).
- [16] Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (DzU 2005 nr 184, poz. 1539 ze zm.).

NETOGRAFIA

- [1] [Obligacje.pl](https://obligacje.pl/) – <https://obligacje.pl/> (dostęp: 20.11.2018).