

Jan Mazurek

## Potencjał rynku obligacji

**Wiele polskich przedsiębiorstw boryka się z problemami w pozyskaniu finansowania bankowego. Dlatego też coraz więcej z nich poszukuje kapitału w drodze emisji obligacji.**

### Dylemat przedsiębiorcy

Na rozwiniętych rynkach duży udział w finansowaniu przedsiębiorstw mają emisje obligacji. Rynek kapitałowy jest miejscem, gdzie przepływają ogromne strumienie pieniędzy od osób, które mają nadwyżki do podmiotów, którym są one potrzebne. W Polsce przez wiele lat ta forma finansowania nie była skutecznie wykorzystywana, a na emisje dłużnych papierów wartościowych decydowały się tylko nieliczne, zazwyczaj duże podmioty. W ostatnich latach nastąpiło pewne ożywienie, jednak do poziomu krajów rozwiniętych jest nam daleko.

W Polsce wartość obligacji nieskarbowych, tj. wyemitowanych przez przedsiębiorstwa, banki i jednostki samorządu terytorialnego w relacji do PKB stanowi około 6 proc. Dla porównania w Niemczech wskaźnik ten wynosi 100%, USA 150% a w Holandii 250%. Mamy więc niewykorzystany ogromny potencjał finansowy drzemący w mało rentownych depozytach bankowych i portfelach. Jednak coraz więcej przedsiębiorców rezygnuje z dotychczasowych form finansowania na rzecz emisji dłużnych papierów wartościowych.

### Znaczenie rynku Catalyst

Do pozytywnych przeobrażeń na polskim rynku obligacji przyczyniła się wysoka aktywność firm inwestycyjnych, banków, firm doradczych a przede wszystkim uruchomienie zorganizowanego rynku dłużnych instrumentów finansowych – Catalyst, który jest prowadzony przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie oraz spółkę BondSpot. Niewątpliwie powstanie rynku Catalyst wpłynęło na wzrost atrakcyjności pozyskiwania przez przedsiębiorstwa kapitału z wykorzystaniem emisji obligacji.

Obligacja jest to również interesująca alternatywa inwestycyjna. Jej oprocentowanie zależy od pozycji rynkowej i sytuacji gospodarczej emitenta, ryzyka branży, wielkości zabezpieczeń, popytu, rynkowych stóp procentowych. Średnie oprocentowanie obligacji korporacyjnych na Catalyst kształtowało się na początku 2015 roku na poziomie 6 proc. Jednak niektóre spółki płaciły nawet kilkanaście procent, co może świadczyć, że spółka pilnie poszukuje finansowania. Należy jednak zdawać sobie sprawę, że tak wysoko oprocentowane papiery mogą wiązać się z dużym ryzykiem kredytowym.

### Jest też ryzyko

Inwestowanie w obligacje wiąże się z ryzykiem. Należy je więc oszacować na podstawie analizy sprawozdań finansowych emitenta, raportów bieżących, informacji prasowych, sytuacji branży a także ogólnej sytuacji na rynku finansowym i w gospodarce. Jedną z miar ryzyka kredytowego emitentów dłużnych papierów wartościowych jest rating. Ocenę ratingową danego podmiotu wydają agencje ratingowe. Są to specjalistyczne instytucje, które przeprowadzają jakościową klasyfikację dłużnych papierów wartościowych pod kątem wiarygodności finansowej ich emitentów oraz warunków rynkowych. Ocena ratingowa jest ważnym elementem uwzględnianym przez inwestorów przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, ponieważ analiza prowadzona przez agencje obejmuje szerszy zakres badań, niż tradycyjna analiza finansowa. W rezultacie, odsetki, czyli cena, jaką płaci emitent obligacji za pożyczane na rynku pieniądze, zależy w znacznej mierze od jego ratingu.

Agencja wydająca ocenę na bieżąco monitoruje nadany przez siebie rating do momentu wykupu papierów dłużnych. W każdej chwili, jeżeli zaistnieją uzasadnione przesłanki, ocena ratingowa może być zweryfikowana i zmieniona. Do wiodących agencji ratingowych należą Standard&Poor's, Moody's oraz Fitch. Usługi tych agencji są jednak drogie i mogą sobie na nie pozwolić tylko duże, zamożne firmy. Problemem polskiego rynku jest brak krajowej agencji ratingowej, odpowiedniej dla mniejszych przedsiębiorstw, których nie stać na kosztowaną międzynarodową agencję.

Jest jednak szansa na zmianę tej sytuacji. W trakcie organizacji jest Instytut Analiz i Ratingu, którego założycielem jest Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA. Będzie to krajowa agencja ratingowa, która ma zająć się głównie wydawaniem ocen dla obligacji notowanych na Catalyst.

### Niezaprzeczalne korzyści

Wielu przedsiębiorców w dalszym ciągu nie docenia korzyści z emisji obligacji, gdzie to oni decydują o warunkach zaciągnięcia długu ustalając oprocentowanie, terminy spłaty i zabezpieczenia. Nie bez znaczenia dla finansów przedsiębiorstwa emitującego obligacje jest korzystny cash flow, bowiem w większości przypadków najpierw spłacane są odsetki a kapitał na końcu.

Jednak praktyka pokazuje, że koszt pozyskania kapitału poprzez emisję obligacji jest zazwyczaj wyższy niż kredyt bankowy. Często ten czynnik ma wpływ na decyzje przedsiębiorstwa. Czy jednak zawsze koszt kapitału powinien decydować o wyborze źródła finansowania przedsiębiorstwa? Jakie pozafinansowe czynniki należy jeszcze uwzględnić poszukując optymalnego źródła finansowania? Aby odpowiedzieć na to pytanie potrzebna jest gruntowna analiza wartości dodanej, jaką niesie emisja obligacji, szczególnie wtedy, gdy są one notowane na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu. W pierwszej kolejności należałoby wskazać na korzyści marketingowe i reputacyjne. Spółka, której obligacje są notowane na Catalyst korzysta z bezpłatnej promocji swej marki, pojawiającej się regularnie w serwisie giełdowym, internetowych i gazetowych serwisach informacyjnych oraz komentarzach analityków. Dzięki transparentności łatwiej spółce nawiązać kontakty biznesowe, a także pozyskać kolejne transze finansowania dłużnego czy przeprowadzić publiczną emisję akcji. Instytucje finansowe, jak banki czy firmy faktoringowe, chętnie współpracują z takimi podmiotami, bowiem dzięki realizowanym publicznie obowiązkom informacyjnym mają ciągły monitoring sytuacji ekonomicznej danego podmiotu.

Obligacje vs. kredyt	
Obligacje	Kredyt
Większa elastyczność w wykorzystaniu środków pozyskanych z emisji obligacji, co często pomaga w szybszej i bardziej efektywnej realizacji projektu inwestycyjnego.	Bank najczęściej dość rygorystycznie kontroluje wykorzystanie środków z kredytu, a wypłata kredytu najczęściej odbywa się w transzach.
Zakres celów inwestycyjnych możliwych do sfinansowania dzięki emisji obligacji jest bardzo szeroki.	Na niektóre cele inwestycyjne banki nie udzielają finansowania.
Wielu dawców kapitału, których udziały tworzą w sumie wysokie kwoty. Emitent unika skomplikowanych procedur bankowych. Emitent zmniejsza stopień uzależnienia od zmian polityki kredytowej banków. Jest to szczególnie istotne w przypadku spółek współpracujących z niewielką liczbą banków, z których pozyskały znaczącą część swojego finansowania.	Jeden pożyczkodawca. Limity zaangażowania banku mogą ograniczyć wielkość kredytu. Skomplikowane procedury bankowe.
W wielu przypadkach zabezpieczenie emisji nie jest wymagane, zwłaszcza gdy emitentami są podmioty publiczne o bardzo dobrej kondycji finansowej. Spektrum aktywów mogących stanowić zabezpieczenie jest szersze niż w przypadku kredytu bankowego.	Bank decyduje o rodzaju zabezpieczenia i jego wielkości. Z reguły banki wymagają wyższej relacji wartości zabezpieczenia do wysokości kredytu. Niektóre grupy aktywów w ogóle nie są akceptowane przez banki jako zabezpieczenie.
W większości przypadków Emitent najpierw spłaca odsetki a kapitał w dniu wykupu obligacji. Obciążenia przez okres trwania finansowania są niskie.	Spłata zobowiązania odbywa się regularnie w okresie kredytowania w formie rat kapitałowo-odsetkowych.
Emitent ma większy wpływ na wysokość oprocentowania obligacji i długość okresów odsetkowych.	Wysokość oprocentowania, sposób jego ustalania i harmonogram spłat rat określa bank.
Koszt kapitału z obligacji wyższy od kosztu kredytu.	Koszt kredytu niższy niż koszt finansowania obligacjami.
Przekazywanie informacji o sytuacji finansowej jest sformalizowane, gdy obligacje są notowane, ale nawet w tym przypadku ogranicza się do informowania o istotnych dla emitenta wydarzeniach oraz przekazywania rocznych i półrocznych sprawozdań finansowych.	Bank w dowolnym momencie może żądać informacji o aktualnej sytuacji firmy.
Publiczna promocja emitenta, jeżeli obligacje są notowane na Catalyst.	Brak publicznej promocji kredytobiorcy.
Rating publiczny uwiarygadnia emitenta.	Wewnętrzna analiza banku nie jest znana publicznie.

Źródło: Opracowanie własne