

Mateusz Czerwiński

**CELE EMISJI KORPORACYJNYCH INSTRUMENTÓW DŁUŻNYCH
WYEMITOWANYCH NA RYNKU CATALYST
STUDIUM PRZYPADKÓW**

Wprowadzenie

Cechami ściśle przypisanymi do każdego istniejącego rynku, również kapitałowego, są popyt, podaż i cena, zatem podejście indukcyjne do jego analizy strukturalnej może sprowadzać się do analizy każdego z elementów oddzielnie. Analiza popytu skupiona jest na podmiotach zainteresowanych kupnem instrumentów finansowych, a wnioski mogą dotyczyć na przykład stopnia zaangażowania inwestorów indywidualnych lub instytucjonalnych. Analizując kształtowanie się cen będących wynikiem zachodzących procesów rynkowych, można oceniać przede wszystkim zmienność rynku bądź szukać historycznych analogii. W artykule przedstawiono analizę strony podażowej rynku nieskarbowych papierów dłużnych, ze szczególnym uwzględnieniem zakładanego przeznaczenia pozyskiwanych z emisji środków.

1. Papiery dłużne w Polsce

Emisja instrumentów dłużnych w Polsce, do których zalicza się obligacje i krótkoterminowe papiery dłużne (KPD), jest oparta na Ustawie o obligacjach z dnia 29 czerwca 1995 roku, prawie wekslowym z 1936 roku, Kodeksie cywilnym z 1964 roku art. 921 oraz prawie bankowym z 1997 roku. Według ustawy, obligacja jest dokumentem stwierdzającym istnienie zobowiązania emitenta do spełnie-

nia określonego świadczenia wobec posiadacza obligacji. Należy do obcych źródeł finansowania przedsiębiorstw. Krótkoterminowe papiery dłużne natomiast wciąż nie mają ujednocnionej formy prawnej. W Kodeksie cywilnym definiowane są jako bony komercyjne, bony handlowe lub inwestycyjne, podczas gdy prawo wekslowe określa je jako KWIT-y (krótkoterminowe weksle inwestycyjno-terminowe). Taki podział instrumentów dłużnych jest zasadny wówczas, gdy brany jest pod uwagę okres, na jaki są emitowane. Można wyróżnić również instrumenty dłużne według¹:

- a) rodzaju emitenta:
 - skarbowe,
 - nieskarbowe: komunalne, korporacyjne banków;
- b) sposobu oprocentowania:
 - z oprocentowaniem stałym,
 - z oprocentowaniem zmiennym,
 - zerokuponowe;
- c) wbudowanej opcji:
 - obligacje zwykłe,
 - obligacje zamienne na akcje,
 - obligacje z prawem pierwszeństwa,
 - obligacje z prawem wcześniejszego wykupu na żądanie posiadacza,
 - obligacje z prawem wcześniejszego wykupu na żądanie emitenta;
- d) rodzaju oferty:
 - sprzedawane w ofercie publicznej,
 - sprzedawane w ofercie niepublicznej.

W Polsce, podobnie jak w innych krajach regionu, czyli w Czechach, Turcji na Węgrzech i Słowacji, ogólny rynek papierów dłużnych jest zdominowany przez obligacje rządowe, stanowiące wartościowo 91% tego rynku (dane na czerwiec 2009 roku), podczas gdy tylko 9% to rynek papierów nieskarbowych².

Wartość rynku nieskarbowych papierów dłużnych wzrosła w latach 1997–2009 z 3,4 mld zł do ponad 48 mld zł, czyli ponad trzynastokrotnie, i w żadnym roku nie odnotowano dynamiki ujemnej (permanenty wzrost). Największa roczna dynamika rynku wystąpiła w początkowej fazie jego rozwoju w latach 1998–2000, podwajając

¹ R. Machała, *Zarządzanie finansami i wycena firmy*, Oficyna wydawnicza UNIMEX, Wrocław 2009, s. 198–201.

² *Polish Corporate Bond Market*, Fitch Ratings, Warszawa 2009, s. 3.

się nawet w 1998 roku. Druga faza większych wzrostów, która nastąpiła w połowie ostatniej dekady, przywróciła dodatnią korelację między rynkiem długu i wzrostem gospodarczym. Szczegółowe dane zaprezentowano w tabeli 1.

Tabela 1. Rynek nieskarbowych papierów dłużnych w Polsce w latach 2003–2009

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Wartość rynku krótkoterminowych papierów dłużnych (mln zł)	11 055	9 935	8 604	12 885	13 758	12 952	9 970
Odsetek krótkoterminowych papierów dłużnych w ogóle rynku nieskarbowych papierów dłużnych	51	43	34	41	32	29	21
Roczna dynamika wartości wyemitowanych krótkoterminowych papierów dłużnych (%)	-4	-10	-13	50	7	-6	-23
Liczba emitentów (szt.)	232						
Wartość rynku obligacji przedsiębiorstw i banków (mln zł)	8 077	10 332	13 209	14 841	24 703	27 339	31 124
Odsetek obligacji przedsiębiorstw i banków w ogóle rynku nieskarbowych papierów dłużnych	37	44	53	47	58	61	65
Roczna dynamika wartości wyemitowanych obligacji przez banki i przedsiębiorstwa (%)	33	28	28	12	66	11	14
Liczba emitentów (szt.)	67	82	97	98	113	121	85
Wartość rynku obligacji przedsiębiorstw (mln zł)	5 288	7 259	8 920	8 827	13 872	14 944	12 158
Odsetek obligacji przedsiębiorstw	65	70	68	59	56	55	39
Roczna dynamika wartości wyemitowanych obligacji przez przedsiębiorstwa (%)		37	23	-1	57	8	-19
Liczba emitentów (szt.)	59	69	82	80	92	97	71
Wartość rynku obligacji banków (mln zł)	2 789	3 074	4 290	6 014	10 831	12 395	18 966
Odsetek obligacji banków	35	30	32	41	44	45	61
Roczna dynamika wartości wyemitowanych obligacji przez banki (%)		10	40	40	80	14	53
Liczba emitentów (szt.)	8	13	15	18	21	24	14
Wartość rynku obligacji komunalnych (mln zł)	2 639	2 955	3 295	3 830	4 132	4 461	6 906
Odsetek obligacji komunalnych w ogóle rynku nieskarbowych papierów dłużnych	12	13	13	12	10	10	14
Roczna dynamika wartości wyemitowanych obligacji komunalnych (%)	19	12	12	16	8	8	55
Liczba emitentów (szt.)	201	227	264	322	337	373	415
Wartość rynku nieskarbowych papierów dłużnych (mln zł)	21 771	23 222	25 109	31 556	42 593	44 753	48 000
Roczna dynamika wartości wyemitowanych nieskarbowych papierów dłużnych (%)	10	7	8	26	35	5	7

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Fitch Rating Polska.

Zróznicowanie przedsiębiorstw wykorzystujących emisję obligacji i KPD do pozyskania środków na finansowanie działalności i inwestycji jest bardzo duże. Przez 13 lat były spółki medialne, transportowe, petrochemiczne, deweloperskie, leasingowe oraz budowlane, a największą emisję przeprowadziła Elektrownia Turów, pozyskując z całego programu w listopadzie 2007 roku aż 2 540 mln zł. Tym samym można przyjąć, że w zasadzie przedsiębiorstwa o każdym rodzaju działalności mogą próbować finansować się za pomocą obligacji i KPD, zwłaszcza że dotychczas emisje na ogół były organizowane przez banki, które jednocześnie obejmowały całą emisję. W efekcie dotychczasowy rynek obligacji komunalnych i korporacyjnych miał w dużej mierze charakter parakredytowy, ponieważ obligacje nieskarbowe w dacie emisji przeważnie trafiały w księgi banków będących organizatorami i jednocześnie gwarantami zamknięcia emisji³. Szansę zmiany takiej sytuacji i większego bezpośredniego zaangażowania inwestorów indywidualnych w inwestycje na rynku nieskarbowych papierów dłużnych daje utworzony w 2009 roku rynek Catalyst.

2. Catalyst

Najnowszym elementem polskiego rynku kapitałowego jest rynek obligacji korporacyjnych i komunalnych Catalyst. Rozpoczął on działalność 30 września 2009 roku i jest prowadzony na platformach transakcyjnych Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) i BondSpot (dawniej MTS CeTO). Catalyst tworzą cztery platformy obrotu: dwie prowadzone przez GPW – w formule rynku regulowanego i ASO – są przeznaczone dla klientów detalicznych, a dwa rynki BondSpotu są dedykowane klientom hurtowym (rynek ASO na platformie Bond Spot ruszył pod koniec 2009 roku). Wszystkie są przeznaczone dla nieskarbowych instrumentów dłużnych – obligacji komunalnych, korporacyjnych oraz listów zastawnych. Taka architektura Catalyst sprawia, że jest on dostosowany do emisji o różnych wielkościach i różnej charakterystyce, a także do potrzeb różnych inwestorów – hurtowych i detalicznych, instytucjonalnych i indywidualnych⁴.

³ M. Czerwiński, *Catalyst, czyli kolejny etap transformacji polskiego rynku nieskarbowych papierów dłużnych*, w: *Zarządzanie finansami. Inwestycje i wycena przedsiębiorstw*, red. D. Zarzecki, Szczecin 2010, s. 539.

⁴ www.gpwcatalyst.pl.

Tabela 2. Wybrane dane charakteryzujące rynek WSE Catalyst
w okresie wrzesień 2009 roku–kwiecień 2010 roku

	IX 2009	X 2009	XI 2009	XII 2009	I 2010	II 2010	III 2010	IV 2010
Liczba serii, w tym:	43	46	47	47	49	50	49	53
– notowane	31	34	35	35	36	38	37	41
– korporacyjne obligacje	6	9	10	10	9	10	10	14
– korporacyjne listy zastawne	16	16	16	16	16	16	15	15
– komunalne obligacje	9	9	9	9	11	12	12	12
Wartość emisji (mln zł), w tym:	5 300	9 447	10 691	10 691	10 695	10 995	10 895	11 225
– notowane (mln zł)	5 258	9 406	10 649	10 649	10 652	10 953	10 853	11 184
– korporacyjne obligacje (mln zł)	1 428	5 576	6 819	6 819	6 818	6 820	6 820	6 850
– korporacyjne listy zastawne (mln zł)	2 900	2 900	2 900	2 900	2 900	2 900	2 800	2 800
– komunalne obligacje (mln zł)	930	930	930	930	934	1 234	1 234	1 534
Liczba debiutów	31	3	1	0	2	2	0	4

Źródło: opracowanie własne na podstawie miesięcznych biuletynów Catalyst.

Tak zaprojektowany rynek Catalyst umożliwia emisję obligacji wszystkim podmiotom uprawnionym do tego zgodnie z zapisami ustawy o obligacjach, czyli:

- podmiotom prowadzącym działalność gospodarczą posiadającym osobowość prawną, czyli spółkom akcyjnym i z ograniczoną odpowiedzialnością;
- spółkom komandytowo-akcyjnym;
- jednostkom samorządu terytorialnego (JST), czyli gminom, powiatom, województwom i związkom tych jednostek.

Tym samym zakres podmiotów, które mogą wykorzystać Catalyst do finansowania działalności, jest szerszy niż w przypadku emisji instrumentów o charakterze udziałowym (akcji). W Polsce jest wiele spółek z ograniczoną odpowiedzialnością oraz komandytowo-akcyjnych, które często są dużymi, dojrzałymi przedsiębiorstwami, ale nie mają w planach upubliczniania się i nie zmieniają formy prawnej na akcyjną. Teraz również te przedsiębiorstwa będą mogły uczestniczyć w publicznym rynku kapitałowym, co jest możliwe na dwa sposoby.

Po pierwsze, przedsiębiorstwa i JST mogą starać się o tak zwaną autoryzację emisji na rynku Catalyst, co oznacza, że emitent obligacji przyjmuje obowiązki in-

formacyjne określone w Regulaminie Catalyst oraz wynikające z ustawy⁵, a także rejestruje emisję w systemie transakcyjnym Catalyst przez nadanie jej specjalnego oznaczenia. Na autoryzację mogą liczyć tylko emisje, których wartość liczona według ceny nominalnej wynosi równowartość w złotych co najmniej 400 000 euro oraz (co dotyczy tylko przedsiębiorstw) w stosunku do emitenta nie toczy się postępowanie upadłościowe lub likwidacyjne.

Autoryzacja sprawia, że dany podmiot staje się uczestnikiem rynku kapitałowego i odnosi z tego tytułu wszystkie niematerialne korzyści, jak lepsza wycena przyszłych emisji, wiarygodność wśród inwestorów i innych uczestników rynku oraz promocja nazwy firmy i marki. Jednocześnie przedsiębiorstwa mogą zdecydować się na emisję obligacji (lub KPD) i skierować je na zorganizowany rynek Catalyst, ale w tym celu konieczne jest sporządzanie prospektu lub dokumentu informacyjnego.

3. Emitenci papierów dłużnych na rynku Catalyst

Od rozpoczęcia funkcjonowania rynku Catalyst zadebiutowało na nim 41 serii emitowanych obligacji, KPD oraz listów zastawnych. Łączna liczba emitentów to 17 podmiotów, w tym 7 przedsiębiorstw, 9 JST oraz Bank Gospodarstwa Krajowego, który stanowi oddzielną kategorię z uwagi na skalę i organizację emisji. W dalszej części artykułu zanalizowano emisje tylko przedsiębiorstw, a zbiorcze zestawienie przedstawiono w tabeli 3.

Pierwsze i dotychczas jedyne KPD o terminie zapadalności trzy miesiące i wartości nominalnej 1 700 tys. zł wprowadziła na rynek Catalyst spółka ONICO TRADE.

ONICO TRADE Sp. z o.o. pierwotnie powstała we wrześniu 2008 roku pod nazwą Ekonaft Sp. z o.o. i według zapisów umowy między wspólnikami miała prowadzić hurtową sprzedaż paliw i produktów pochodnych, sprzedaż detaliczną paliw do pojazdów silnikowych na stacjach paliw oraz sprzedaż detaliczną części i akcesoriów do pojazdów samochodowych z wyłączeniem motocykli. W lipcu 2009 roku nazwę spółki zmieniono na obecną oraz rozszerzono zakres działalności o działalność agentów zajmujących się sprzedażą paliw, rud, metali i chemikaliów. Zgodnie z informacjami, w momencie emisji spółka zatrudniała cztery osoby, które dzięki swojej wiedzy, umiejętnościom i kontaktom zakupują gaz płynny od największych

⁵ M. Czerwiński, *op.cit.*, s. 541.

koncernów paliwowych z Niemiec, Holandii, Francji, Austrii, Włoch, Szwajcarii, Czech oraz Węgier⁶.

Tabela 3. Charakterystyka przeprowadzonych emisji papierów dłużnych przez przedsiębiorstwa na rynku Catalyst

Nazwa emitenta	Przedmiot działalności	Wartość emisji (mln zł)	Cele emisji
Electus SA	Usługi finansowe, przede wszystkim restrukturyzacyjne dla podmiotów Skarbu Państwa, a w szczególności funkcjonujących na rynku służby zdrowia	25,797	Zwiększenie kapitału obrotowego
Fojud SA	Kompleksowa obsługa procesów inwestycyjnych	2,053	Powiększenie kapitału obrotowego (1,4 mln zł), rozszerzenie działalności o usługi geodezyjne (0,3 mln zł), dalsza rozbudowa systemów informatycznych zarządzania (0,2 mln zł)
Gant Development SA	Budownictwo deweloperskie	28,850	Cel nie został określony
Green House Development Sp. z o.o.	Budownictwo deweloperskie	1,800	Pożyczka dla spółki właścicielskiej
MCI Management SA	Fundusz venture capital	50,000	Cel nie został określony
ONICO TRADE Sp. z o.o.	Handel gazem LPG	1,700	Zakup paliw płynnych ze szczególnym uwzględnieniem gazu LPG celem dalszej odsprzedaży
Prime Car Management SA	Realizacja umów leasingu finansowego i full service leasingu	534,009	Splata zadłużenia wobec GMAC

Źródło: opracowanie własne na podstawie dokumentów informacyjnych emitentów.

Finansowanie pozyskane z wyemitowanych przez ONICO TRADE Sp. z o.o. krótkoterminowych papierów dłużnych posłużyło do realizacji działalności operacyjnej przedsiębiorstwa. Środki przeznaczone na zakup paliw płynnych ze szczególnym uwzględnieniem gazu LPG w celu dalszej odsprzedaży na rynku, a uzyskane przychody pokryły wartość nominalną emisji oraz naliczone odsetki (4,98

⁶ Dokument informacyjny dla Obligacji Serii A ONICO TRADE Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością z siedzibą w Warszawie, Warszawa 2009, s. 15.

w okresie do wykupu). Warto dodać, że papiery wartościowe nie były zabezpieczone, a wartość zobowiązań na dzień sporządzenia Dokumentu Informacyjnego wynosiła 5,035 mln zł, więc emisja mogła być odebrana przez uczestników rynku bardzo ostrożnie.

Pierwszymi korporacyjnymi obligacjami, które zadebiutowały na publicznym rynku Catalyst, były papiery wartościowe wyemitowane przez Electus SA we wrześniu 2009 roku. Obligacje wyemitowano w dwóch seriach o łącznej wartości ponad 25 mln złotych, a środki posłużyły powiększeniu kapitału pracującego, a docelowo zwiększeniu skali pożyczek.

Electus SA należy do grupy kapitałowej Domu Maklerskiego IDMSA⁷. Spółka wyspecjalizowała się w świadczeniu usług finansowych dla sektora służby zdrowia oraz jednostek Skarbu Państwa. Do głównych usług świadczonych przez przedsiębiorstwo należą: restrukturyzacja zadłużenia w celu poprawy płynności finansowej, udzielanie poręczeń i pożyczek, usługi factoringu i przyznawanie ratingów. Rodzaj świadczonych usług determinuje zapotrzebowanie spółki na wolne środki pieniężne, dlatego celem emisji obligacji było powiększenie kapitału pracującego, aby zachować płynność w prowadzeniu działalności operacyjnej.

Electus SA nie jest jedynym przedsiębiorstwem, które wyemitowało obligacje w celu zwiększenia kapitału obrotowego. Kolejnym podmiotem, który postąpił podobnie, był Fojud SA. Spółka świadczy kompleksową obsługę (przygotowywanie i przeprowadzanie) procesu inwestycyjnego w budownictwie, szczególnie w budownictwie komunikacyjnym. Pomimo różnic w rodzaju prowadzonej działalności, spółki Electus i Fojud przeprowadziły emisję dwuletnich obligacji w celu finansowania działalności operacyjnej, co można ocenić jako nieadekwatność wykorzystanych źródeł finansowania i sposobu ich przeznaczenia. Cykl obrotowy we wspomnianych spółkach jest bardzo wydłużony z uwagi na ich specjalizację, więc logiczne jest stosowanie instrumentów długoterminowych.

Jeszcze innym przykładem są spółki deweloperskie, których obligacje zadebiutowały na rynku Catalyst. Gant Development SA jest znaną spółką notowaną na głównym parkiecie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, a przedmiotem jej działalności jest budownictwo deweloperskie (budowa lokali mieszkalnych i usługowych), a także sprzedaż i zarządzanie wybudowanymi nieruchomościami.

⁷ Dom Maklerski IDMSA był jednocześnie autoryzowanym doradcą formy Electus SA przy przeprowadzaniu emisji obligacji oraz sporządzaniu prospektu informacyjnego.

Mniej znany Green House Development, który jest spółką celową powołaną przez Greene House Development – A. Sadowski, D. Grabowski w celu pozyskania środków finansowych dla spółki-matki, ale można przypuszczać, że ostatecznie środki miały zostać przeznaczone na finansowanie nowych bądź dokapitalizowanie dotychczasowych inwestycji. Niestety, obydwie spółki nie określiły wprost celu emisji, czyli inaczej niż we wcześniejszych przypadkach.

Zakończenie

Podsumowując analizę zgromadzonych materiałów, należy podkreślić, że tylko spółka Electus sporządziła pełny prospekt emisyjny, natomiast pozostałe przedsiębiorstwa przygotowały dokumenty informacyjne. Oczywiście, debiut na runku Catalyst (jego części będącej alternatywnym systemem obrotu) nie wymaga sporządzanie prospektu, ale waga i znaczenie obydwu dokumentów są zdecydowanie różne, co wynika z ich zawartości merytorycznej określanej w rozporządzeniu Komisji Europejskiej nr 809/2004 z dnia 29 kwietnia 2004 roku oraz szczegółowo przez ustawy⁸ Komisji Nadzoru Finansowego i regulaminach poszczególnych giełd.

Z dostępnych informacji wyraźnie wynika, że przedsiębiorstwa, które emitują obligacje (lub KPD) na rynku publicznym, kierują się na ogół bieżącymi potrzebami kapitałowymi, a nie inwestycyjnymi. Spółki, które podały cel emisji, w większości wymieniały konieczność powiększenia kapitału obrotowego, a jedna spółka wyemitowała obligacje w celu restrukturyzacji zadłużenia, które było wynikiem wcześniejszych inwestycji⁹. Opisane zjawisko jest zastanawiające, ponieważ obligacje i KPD mają przewidziany okres zapadalności, więc powinny służyć finansowaniu projektów, które również charakteryzują się jasno określonym czasem trwania. Taka

⁸ W szczególności Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych z dnia 29 lipca 2005 roku, DzU 2005, nr 185, poz. 1539; Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi z dnia 29 lipca 2005 roku, DzU 2005, nr 183, poz. 1538, z późn. zm.

⁹ Pozyskanie w drodze prywatnej oferty obligacji serii A, serii B oraz z emisji akcji środki pieniężne o łącznej wartości 684 009 100 zł zostały przeznaczone na spłatę przez Prime Car Management SA zadłużenia wobec Grupy GMAC. Spłata zadłużenia stanowiła część transakcji polegającej na przejęciu przez Fleet Holdings kontroli nad Prime Car Management SA przez objęcie akcji spółki wyemitowanych w ramach podwyższenia kapitału zakładowego, nabycie wszystkich pozostałych akcji Prime Car Management SA oraz nabycie 100% akcji Futura Leasing SA, będącej jedynym akcjonariuszem Prime Car Management SA. *Dokument informacyjny zabezpieczonych obligacji zwykłych na okaziciela serii A spółki Prime Car Management S.A.*, s. 15.

nieadekwatność instrumentu finansowego i przeznaczenia środków uzyskanych w jego emisji powinna być ostrzeżeniem dla uczestników rynku reprezentujących popytową stronę rynku, ponieważ ktoś kupuje emitowane papiery.

TARGET OF POLISH NON-GOVERNMENT DEBT SECURITIES EMISSIONS IN CATALYST MARKET – CASE STUDY

Summary

The essence of non-government debt securities issue by companies is attract additional sources of financing business, however, it is expect to that funds will be used for investments rather than for operational activities. The author verified in the article what was the real purpose of the issue by corporate bonds and short-term debt in the Catalyst market.

In this market totally debuting 17 issuers, of which 7 were of interest. Analysis of the contents information documents showed, that the measures were primarily used to finance capital turnover, recapitalization of the companies-owners or debt restructuring. Negative phenomenon was from corporate already quote on the stock market. They not informed about debt issuance. That may suggest the lack of a sense of responsibility on their part, which also can lead to abuse later.

Translated by Mateusz Czerwiński