

Kamil Gemra

Rynek Catalyst szansą na dywersyfikację źródeł finansowania przedsiębiorstw

Rynek obligacji Catalyst będzie obchodził w bieżącym roku swoje siedmioletnie. Z perspektywy minionych lat można stwierdzić, że wpisał się on na stałe w architekturę polskiego systemu finansowego. Pomimo tego, że głównym źródłem finansowania rodzimych przedsiębiorstw są kredyty bankowe, odpowiadające za około 80 proc. zapotrzebowania na kapitał, to obligacje są coraz istotniejszym źródłem finansowania niebankowego.

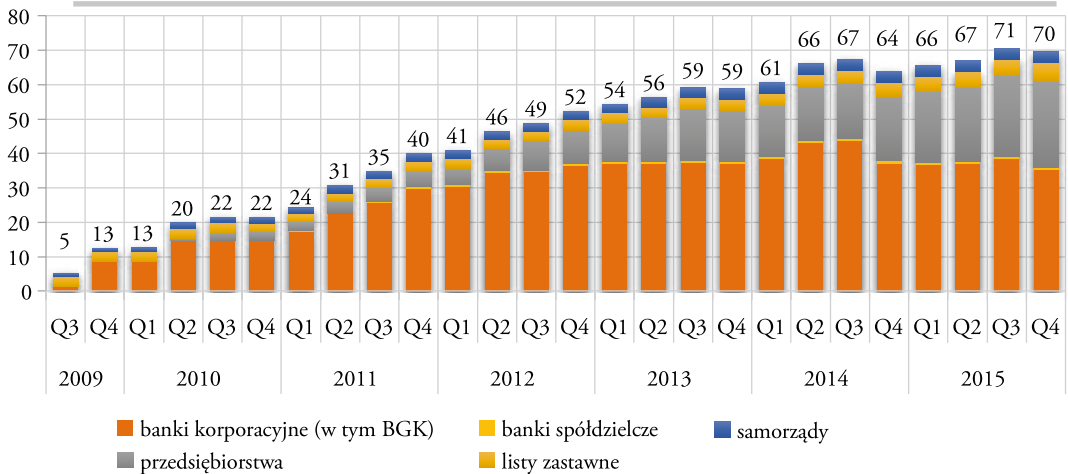
Wystarczy wspomnieć, że w latach 2010-2014 przedsiębiorstwa z emisji obligacji pozyskały 70,7 mld zł, wobec 23,8 mld w latach 2002-2009, kiedy jeszcze nie funkcjonował rynek Catalyst [NBP, 2015]. Celem opracowania jest ocena bieżącego stanu rynku obligacji korporacyjnych oraz próba określenia możliwych scenariuszy jego rozwoju na podstawie przytoczonych danych.

W anglosaskim modelu rynku finansowego znaczenie obligacji w finansowaniu przedsiębiorstw jest dosyć duże. Obrót nimi jest rozwinięty i pozyskiwanie kapitału w ten sposób jest niejako naturalne. Przed powstaniem rynku Catalyst w Polsce trudno było mówić o w pełni działającym zorganizowanym rynku obrotu [Kordela, 2012]. W latach 90. XX wieku rynek obligacji korporacyjnych w Polsce dopiero się wykluwał. Dominującą grupą instrumentów były obligacje zamienne na akcje. Nie istniał wówczas rynek wtórny,

ponieważ inwestorzy trzymali obligacje do wykupu lub zamiany na akcje [Antkiewicz, 2012]. Prawie wszystkie emisje miały charakter prywatny, a kluczowym podmiotem rynku obligacji była Centralna Tabela Ofert, która później przekształciła się w MTS CeTO. Oczywiście to, że nie było sprawnego rynku obrotu obligacjami nie sprawiało, że te instrumenty nie były wykorzystywane. Przedsiębiorstwa pozyskiwały kapitał w ten sposób, natomiast brak rynku obrotu uniemożliwiał dynamiczniejszy rozwój. Do tego bez rynku obrotu w obligacje praktycznie nie mogli inwestować przeciętni inwestorzy indywidualni. Dostęp do tego typu inwestycji mogli mieć jedynie zamożni inwestorzy indywidualni, którzy nabywali obligacje w domach maklerskich czy w *private banking*.

Dopiero 30 września 2009 r. ruszył zorganizowany rynek obrotu obligacjami Catalyst, prowadzony przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie [Czerwiński, 2011]. Pierwszego dnia do obrotu wprowadzono obligacje takich podmiotów jak miasto stołeczne Warszawa, Electus oraz miasto Radlin. Z głównego parkietu przeniesiono instrumenty Europejskiego Banku Inwestycyjnego, BRE Banku Hipotecznego, Europejskiego Funduszu Hipotecznego, Pekao Banku Hipotecznego, a także miast: Ostrów Wielkopolski, Poznań i Rybnik [Gemra, Grzywacz, 2014]. Obroty w pierwszym dniu wyniosły 66 tys. zł. W porównaniu

Rysunek 1 Wartość nieskarbowych emisji notowanych na Catalyst, dane w mld zł



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych otrzymanych z Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

do rynku akcji, obroty pierwszego dnia wydają się mieć charakter raczej symboliczny, natomiast start nowego rynku wypadł pomyślnie, ponieważ wcześniej na głównym parkiecie giełdy rzadko zdarzały się takie obroty obligacjami nieskarbowymi. Jednocześnie Catalyst przecierał nowe ścieżki, gdyż był to pierwszy tego typu rynek w Europie Środkowo-Wschodniej [Gemra, 2013].

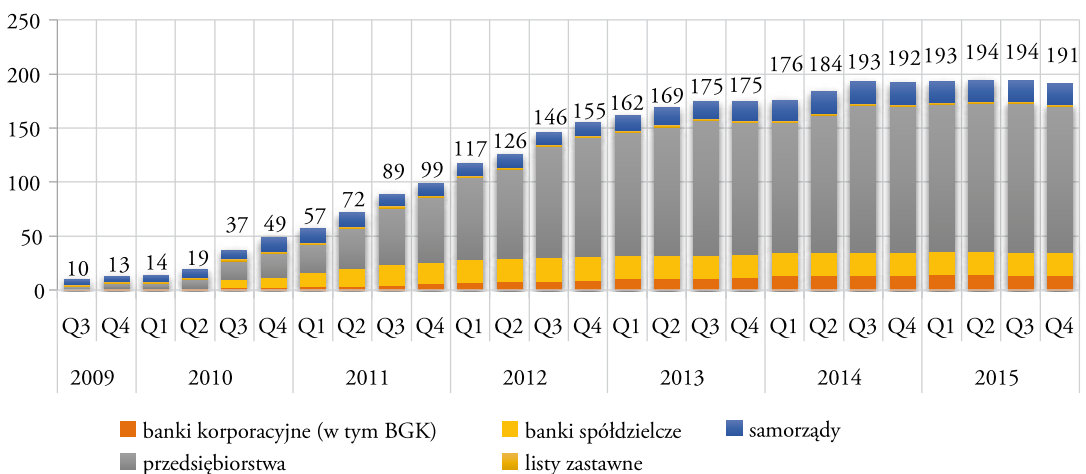
Na Catalyst w obrocie znajdują się obligacje oferowane zarówno w formie oferty prywatnej jak i publicznej. Zasady obrotu wtórnego na ASO Catalyst są jednakowe dla obligacji, które były oferowane publicznie oraz oferowanych w emisji niepublicznej [Mazurek, 2011]. Ponadto

ważną kwestią jest, że emitent obligacji, którego inne instrumenty finansowe nie są przedmiotem obrotu na rynku regulowanym, powinien zatrudnić podmiot pełniący funkcję autoryzowanego doradcy [Pawłowski, Pawłowska, 2011]. Każdy emitent zobowiązany jest do przestrzegania obowiązującego regulaminu Catalyst oraz przepisów obowiązujących w ramach rynku [Ziarko-Siwiek, 2010].

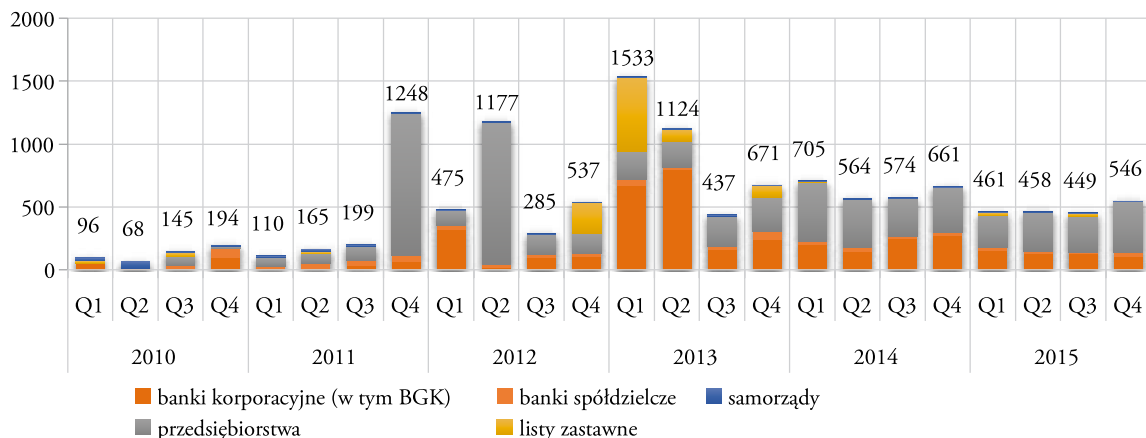
Dynamika rozwoju robi wrażenie

Catalyst jest najmłodszym zorganizowanym rynkiem obrotu w naszym kraju. Dynamika jego rozwoju, szczególnie w początkowej fazie, musi robić wrażenie. Od momentu powstania organizator ryn-

Rysunek 2 Liczba emitentów nieskarbowych obligacji notowanych na Catalyst



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych otrzymanych z Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

Rysunek 3 **Obroty nieskarbowymi obligacjami notowanymi na Catalyst**

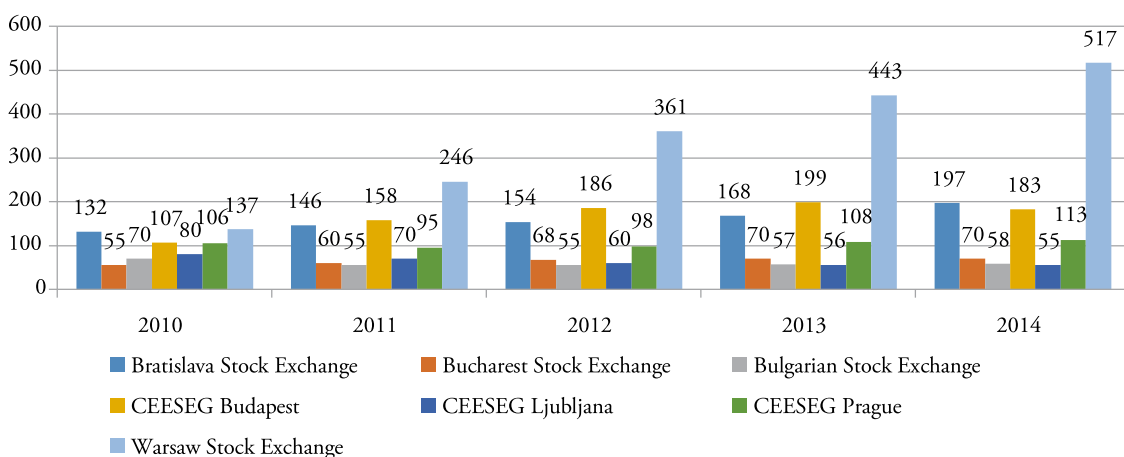
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych otrzymanych z Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

ku postawił na wzrost wartości nieskarbowych papierów dłużnych dostępnych na Catalyst. Oczywiście, w pierwszych kwartałach z pewnością pomagał tzw. efekt niskiej bazy, stąd wzrosty wartości notowanych instrumentów są wysokie. Można powiedzieć, że od 2014 r. tempo rozwoju wyhamowało, ale nadal rośnie wartość dostępnych obligacji (rysunek 1).

Podobnie jak wartość dostępnych nieskarbowych obligacji, rosła liczba emitentów na Catalyst. Widać wyraźnie, że od drugiej połowy 2014 r. doszło do stabilizacji liczby emitentów. Na pewno miało na to wpływ to, że we wcześniejszych fazach pojawiło się sporo przedsiębiorstw chcących pozyskać kapitał z obligacji. Nie bez znaczenia jest też fakt, że część emi-

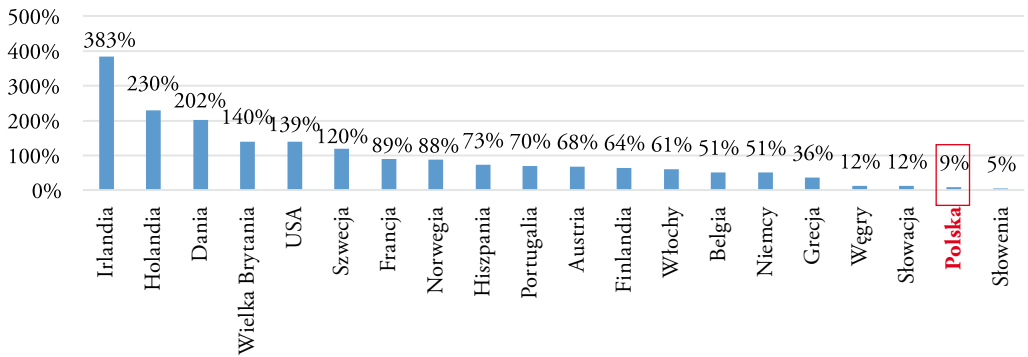
tentów po wykupieniu swoich obligacji nie emituje nowych, zatem opuszcza Catalyst. Podobnie rzecz ma się z upadłościami emitentów. Te czynniki sprawiają, że liczba emitentów od 2015 r. utrzymuje się na stałym poziomie, po wcześniejszym dynamicznym wzroście (rysunek 2).

Z pewnością danymi, które nie pokazują już tak dynamicznego wzrostu i rozwoju Catalyst są informacje o obrotach. Zresztą, od samego początku niskie obroty na Catalyst są wskazywane jako bolączka tego rynku. W latach 2012-2013 były kwartały, gdy obroty przekraczały miliard złotych. Wówczas oznaczało to bardzo wysoką ich wartość jak dla tego rynku. Oczywiście, gdyby porównać obroty kwartalne na Catalyst do obrotów

Rysunek 4 **Liczba emitentów obligacji w regionie Europy Środkowej**

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych FESE (The Federation of European Securities Exchanges).

Rysunek 5 Wartość wyemitowanych obligacji w stosunku do PKB

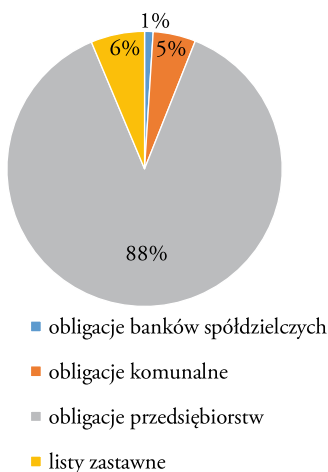


Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu rocznego za 2015 r. GPW.

dziennych na rynku akcji, to te drugie czasami są wyższe. Natomiast lata 2014 i 2015 to czas wyraźnego obniżenia obrotów, szczególnie w 2015 r., kiedy tylko w jednym kwartale przekroczyły pół miliarda złotych (rysunek 3).

Rozwój rynku Catalyst należy porównać do podobnych rynków obrotu obligacjami w regionie. Możemy narzekać, że rodzimy rynek w ostatnich kwartałach stracił impet i obroty z pewnością nie zadowalają, ale w porównaniu do innych rynków nie mamy się czego wstydzić. Jeżeli spojrzymy chociażby na dane o zbiorczej liczbie emitentów obligacji to widać wyraźnie, że rynek Catalyst wiedznie prym w naszym regionie (rysunek 4).

Rysunek 6 Struktura wartości instrumentów nieskarbowych notowanych na Catalyst na koniec 2014 roku



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu Rynek Catalyst: rynek obligacji w 2014 r., Grant Thornton.

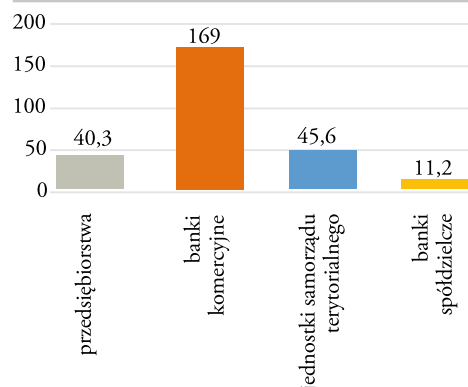
Szacując potencjał rozwoju rodzimego rynku obligacji warto spojrzeć na dane o wartości wszystkich wyemitowanych nieskarbowych obligacji w danym kraju w stosunku do jego PKB. Porównując dane naszego kraju chociażby do Węgier czy Słowacji widać, że mamy potencjał do wzrostu, natomiast w porównaniu do krajów Europy Zachodniej przestrzeń do rozwoju obligacji, jako źródła kapitału jest wręcz ogromna (rysunek 5).

Struktura rynku

Grupą obligacji nieskarbowych notowanych na Catalyst są obligacje przedsiębiorstw. Wartościowo jest ich aż 88 proc.

Natomiast analiza średniej wartości emisji pokazuje, że przedsiębiorstwa pozyskują średnio mniej kapitału niż banki

Rysunek 7 Średnia wartość emisji według typów emitentów na koniec 2014 roku, dane w mln zł



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu Rynek Catalyst: rynek obligacji w 2014 r., Grant Thornton.

Tablica 1 Lista pięciu największych i najmniejszych emitentów na Catalyst, stan na marzec 2016 roku

Najwięksi		Najmniejsi	
emitent	wartość emisji	emitent	wartość emisji
BGK	22,04 mld zł	Veniti	355 tys zł
mBank Hipoteczny	4,07 mld zł	Vindexus	754 tys. zł
PZU Finance AB	3,61 mld zł	Prime Minerals	802 tys zł
Getin Noble Bank	2,64 mld zł	ABS Investment	1 mln zł
PGNiG	2,5 mld zł	Robinson Europe	1,027 mln zł

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych otrzymanych z Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

komercyjne, czy spółdzielcze. Może to wynikać z tego, że do 2014 r. nie obowiązywały minimalne progi wartościowe wprowadzenia obligacji na Catalyst.

W historii rynku było aż 36 przypadków, kiedy to przedsiębiorstwa z emisji obligacji pozyskiwały mniej niż 1 mln zł. To silnie wpływało na średnią wartość pozyskiwanego kapitału. Dopiero zmiana regulacji i wprowadzenie minimalnego progu miliona złotych wartości emisji, którą można wprowadzić na Catalyst poprawiło nieco sytuację (rysunek 7).

Potwierdzeniem tezy o dużej rozbieżności pomiędzy wartościami emisji obligacji są dane o największych i najmniejszych emisjach dostępnych na Catalyst, według stanu na koniec marca 2013 r. Mamy emitentów z dostępnymi obligacjami o wartości w miliardach złotych, a jednocześnie pojawia się emitent, którego wartość emisji wynosi 355 tys. zł. Zasadne wydaje się pytanie, czy rzeczywiście kapi-

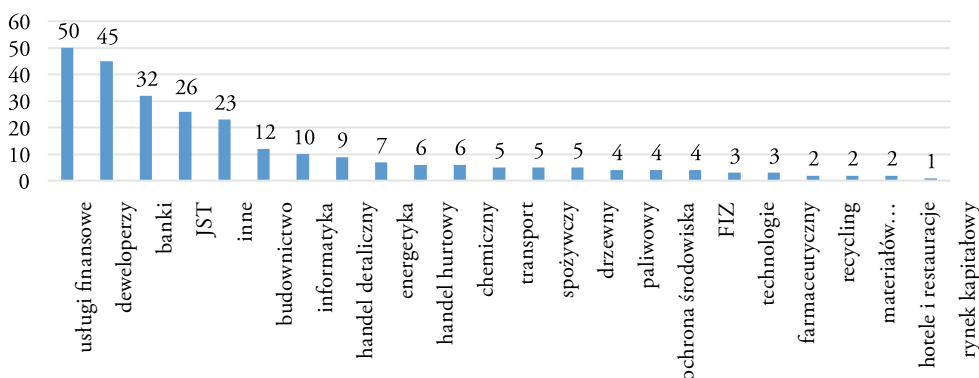
tał w wysokości kilkuset tysięcy złotych jest potwierdzeniem słuszności wyboru obligacji jako instrumentu finansowania? Dokładne dane prezentuje tablica 1.

Specyfikę Catalyst dobrze oddaje lista branż, z których wywodzą się emitenci obligacji. Otóż dominują firmy z sektora usług finansowych, deweloperzy, banki i jednostki samorządu terytorialnego (rysunek 8).

Z analizą branż związane są dane o emitentach, którzy wyemitowali największą liczbę serii obligacji, czyli najczęściej razy zwracali się do inwestorów po kapitał. Dominującą grupą są tu firmy windykacyjne oraz deweloperzy (rysunek 9).

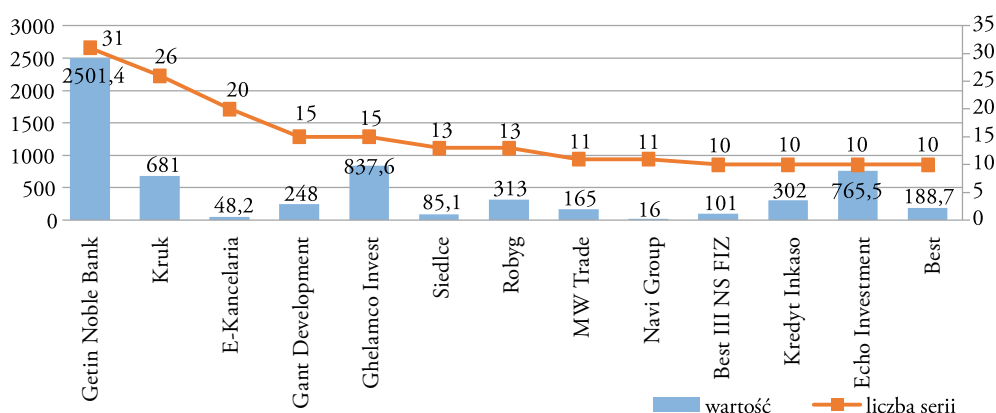
Zarówno lista branż jak i emitenci, którzy najczęściej zwracali się do inwestorów po kapitał mają wspólną cechę – są to branże, które niechętnie kredytują banki. Chodzi o firmy windykacyjne, firmy pożyczkowe oraz deweloperów. W przypadku firm windykacyjnych problemem dla

Rysunek 8 Emitenci według branż na Catalyst, stan na koniec 2014 roku, w mln zł



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu Rynek Catalyst: rynek obligacji w 2014 r., Grant Thornton.

Rysunek 9 Lista emitentów, którzy wyemitowali największą liczbę obligacji na Catalyście, stan na koniec 2014 roku



Źródło: opracowanie na podstawie raportu Rynek Catalyście: rynek obligacji w 2014 r., Grant Thornton.

wielu banków jest brak twardego zabezpieczenia w postaci chociażby majątku trwałego. Firmy windykacyjne dysponują jedynie majątkiem w postaci nabytych portfeli przeterminowanych wierzytelności. Wiele banków nie rozumie ich specyfiki i nie zamierza ich kredytować. Firmy pożyczkowe również nie mają twardego majątku, a jedynie portfele pożyczek. Dodatkowo są dla banków konkurencją. Deweloperzy mają majątek, ale nauczeni doświadczeniem z apogeum kryzysu finansowego wolą dywersyfikować źródła kapitału i to często o kapitał pochodzący od inwestorów indywidualnych z publicznych emisji obligacji.

Koszty kapitału na Catalyście

Kluczową kwestią dla przedsiębiorstw chcących pozyskać kapitał z emisji obli-

gacji są koszty tego kapitału. Oczywiście zależy to od indywidualnych czynników charakteryzujących dane przedsiębiorstwo. Jednak patrząc historycznie na Catalyście, oferowane oprocentowanie w niektórych przypadkach mogło robić wrażenie. Mówimy tutaj o oprocentowaniu w nieco innym środowisku stóp procentowych niż obecnie, ale mimo tego zdarzali się emitenci płaćcy inwestorom ponad 18 proc. w skali roku. W latach 2010–2012 oprocentowanie w wysokości 15 proc. w skali roku nie było niczym wyjątkowym na Catalyście (tablica 2).

Na drugim biegunie znajdują się emitenci, którzy potrafili pozyskać kapitał oferując nieco ponad 3 proc. w skali roku. Były to duże instytucje finansowe albo przedstawiciele największych państwowych i prywatnych przedsiębiorstw (tablica 3).

Tablica 2 Obligacje o najwyższym oprocentowaniu w dniu emisji, dane od 2009 do 2014 roku

Emitent	Nazwa serii	Sektor	Wartość emisji w zł	Oprocentowanie
Poznańska 37	PZN1213	deweloperzy	14 000 000	18,8%
Onico	ONT0110	handel hurtowy	1 700 000	18%
Green House Development	GHA0411	deweloperzy	600 000	17%
Orzeł	ORL0412	handel detaliczny	7 260 000	15%
PolSPORT Group	PSG0512	handel detaliczny	1 280 000	15%
E-Kancelaria	EKA1213	usługi finansowe	1 000 000	15%
GPF Causa	GPF0214	inne	420 000	15%
Ekopaliwa	EPC0716	paliwowy	6 500 000	15%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych otrzymanych z Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

Tablica 3 Obligacje o najniższym oprocentowaniu w dniu emisji, dane od 2009 do 2014 roku

Emitent	Nazwa serii	Sektor	Wartość emisji w zł	Oprocentowanie (%)
Bank Zachodni WBK	BZW0717	banki	475	3,25
PGE	PGE0618	energetyka	1 000	3,41
CCC	CCC0619	handel detaliczny	210	3,52
Kraków	KRA0528	JST	100	3,52
Action	ACT0717	handel hurtowy	100	3,65
AB	ABE0819	handel hurtowy	100	3,65
Warimpex	WXF1016	deweloperzy	15	3,90
Getin Noble Bank	GNB0617	banki	350	3,95

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych otrzymanych z Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

Całościowe spojrzenie na kwestię kosztu kapitału na Catalyst wymaga analizy rozkładu oprocentowania oferowanego inwestorom od początku powstania tego rynku do końca 2014 roku (rysunek 10). Z jego analizy wynika, że dominującym oprocentowaniem na Catalyst jest to z przedziału 7-9 proc. w skali roku.

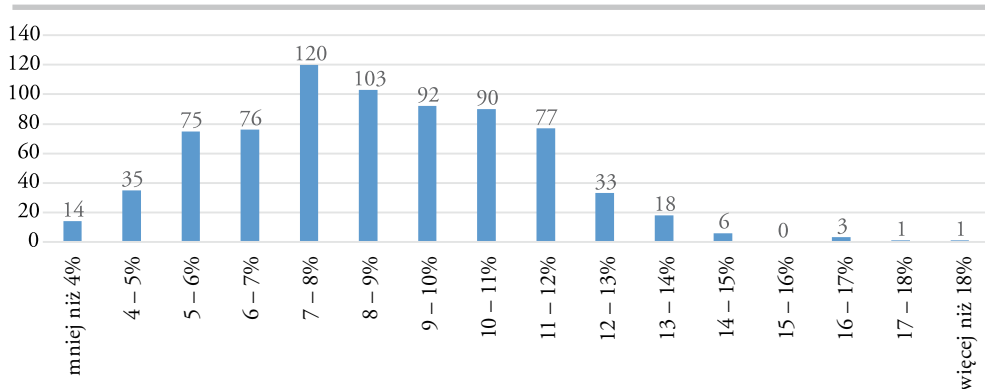
Analiza średniego oprocentowania ze względu na rodzaj emitenta wskazuje, że to przedsiębiorstwa muszą najczęściej zapłacić za kapitał. Taniej pozyskują go banki spółdzielcze, banki komercyjne, a najtaniej jednostki samorządu terytorialnego.

Ciekawym czynnikiem wpływającym na oferowane oprocentowanie jest też to, czy dany emitent jest już notowany na innym rynku prowadzonym przez GPW. Otóż 49 proc. wszystkich emitentów z Ca-

talyst to firmy notowane na rynku głównym GPW, 18 proc. firm jest notowanych na Catalyst, a dla pozostałych emitentów to Catalyst jest jedynym ich kontaktem z rynkiem kapitałowym.

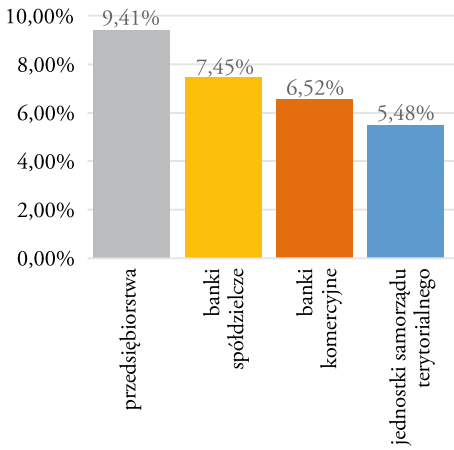
Biorąc pod uwagę średnie oprocentowanie ze względu na rynek notowania, za kapitał najczęściej płacą firmy z NewConnect, dopiero później firmy nienotowane nigdzie. Wynika to z tego, że na NewConnect notowane są małe i bardziej ryzykowne przedsiębiorstwa, ale jednocześnie inwestor może dowiadywać się co kwartał z ich raportów, jaka jest ich kondycja finansowa. W przypadku firm nienotowanych na żadnym innym rynku, mają one obowiązek publikowania jedynie raportów półrocznych i rocznych, zatem dostęp do informacji jest mniejszy.

Rysunek 10 Rozkład oprocentowania na rynku Catalyst, dane od 2009 do 2014 roku



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu Rynek Catalyst: rynek obligacji w 2014 r., Grant Thornton.

Rysunek 11 Średnie oprocentowanie według typu emitenta, dane od 2009 do 2014 roku



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu Rynek Catalyst: rynek obligacji w 2014 r., Grant Thornton.

Firmy notowane na głównym rynku płać inwestorom najmniej, ale jednocześnie są to stosunkowo duże firmy. Spełniają one wymogi odpowiedniej kapitalizacji, aby być notowanym na głównym rynku. Dodatkowo takie firmy często znajdują się w orbicie zainteresowania analityków biur maklerskich, a zatem można posiłkować się chociażby ich rekomendacjami.

Zabezpieczenie i cel emisji

Ważną kwestią, szczególnie z perspektywy inwestorów, jest oferowane przez emitentów zabezpieczenie obligacji. Co ciekawe, 66 proc. wszystkich emisji obligacji nie ma żadnego zabezpieczenia. Jeśli natomiast obligacje są zabezpieczone to głównie na hipotece lub stosuje się za-

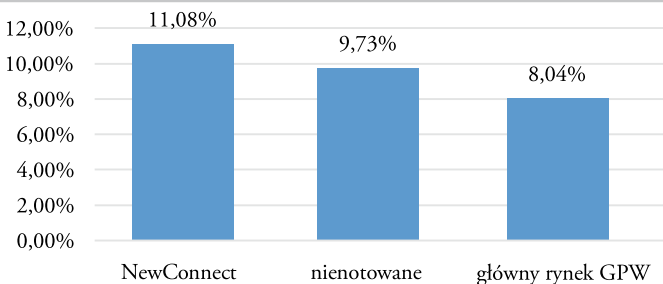
staw na ruchomościach. Ponadto 13 proc. emisji zabezpieczonych jest poręczeniem (rysunek 13).

Równie interesująco prezentują się dane na temat celów, na jakie pozyskiwany jest kapitał z emisji obligacji. Otóż dominuje brak celu. Trzeba jednak wyraźnie zaznaczyć, że ten zapis ma charakter formalny. W warunkach emisji spółki wpisują formalny brak celu by pozostawić sobie większą elastyczność. Wpisanie dokładnego celu, a później niezrealizowanie go grozi konsekwencjami wynikającymi z ustawy o obligacjach. Drugim celem jest finansowanie bieżącej działalności, a dopiero na trzecim miejscu są inwestycje. Można się zastanowić, czy aby na pewno przedsiębiorstwa w Polsce kierujące się na rynek Catalyst właściwie wykorzystują kapitał. Z teorii finansów wynika, że obligacje powinny służyć bardziej do finansowania przedsięwzięć o dłuższym terminie, niż być substytutem kredytu obrotowego (rysunek 14).

Publiczna emisja obligacji – case study Banku Poczтового

Bank Pocztowy jest specyficznym i jedynym w swoim rodzaju bankiem na rynku w Polsce. Jest to bank detaliczny, którego misją jest świadczenie prostych, bezpiecznych usług finansowych w dobrej cenie dla klienta. Bank zawarł strategiczne partnerstwo z Poczta Polska, dzięki czemu ma dostęp do jej szerokiej sieci dystrybucyjnej. Sieć ta liczy 4,6 tys. placówek pocztowych, w tym blisko 800

Rysunek 12 Średnie oprocentowanie według rynku notowań, dane od 2009 do 2014 roku



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu Rynek Catalyst: rynek obligacji w 2014 r., Grant Thornton.

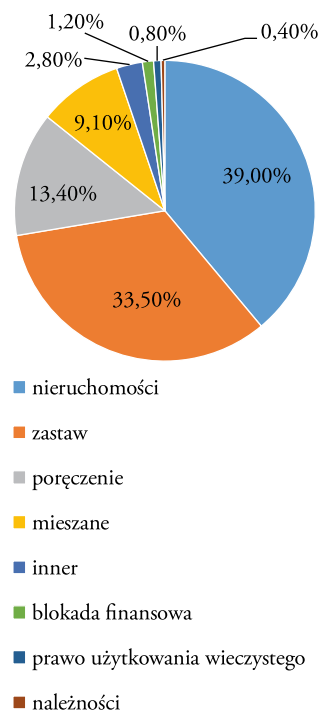
dedykowanych wyłącznie do sprzedaży produktów finansowych placówek bankowych, Mikrooddziałów oraz Pocztywych Stref Finansowych. Dzięki temu bank, oprócz dostępu do sieci sprzedaży, ma dostęp do szerokiego grona klientów Poczty Polskiej, może liczyć na długoterminowe wsparcie w sprzedaży, ale przede wszystkim ma unikalny niskokosztowy model akwizycyjny nowych klientów. Cele strategiczne realizowane z Poczta Polską to oferowanie wspólnych produktów, programów lojalnościowych, wykorzystywanie sieci sprzedaży oraz projekty w segmencie e-commerce.

Ze względu na swoją strukturę właścicielską bank charakteryzuje się niskim ryzykiem. Otóż 75 proc. minus 10 akcji w strukturze akcjonariatu posiada w pełni kontrolowana przez Skarb Państwa Poczta Polska, a pozostałe 25 proc. plus 10 akcji ma bank PKO BP, którego dominującym akcjonariuszem de facto również jest Skarb Państwa. Dokładając do tego fakt, że Bank Poczty nigdy nie udzielał kredytów frankowych, można stwierdzić, że jest to jeden z najbezpieczniejszych banków komercyjnych działających na rodzimym rynku.

Historia Banku zaczyna się w 1990 r., kiedy to rozpoczyna prowadzenie działalności, która ma charakter rozliczeniowo-depozytowy. W 2006 r. startuje projekt usług bankowości detalicznej. Natomiast od 2009 r. następuje sukcesywna i skuteczna transformacja z banku rozliczeniowego na masowy bank detaliczny z dedykowaną ofertą dla mikroprzedsiębiorstw, obsługujących ponad 1,5 mln klientów.

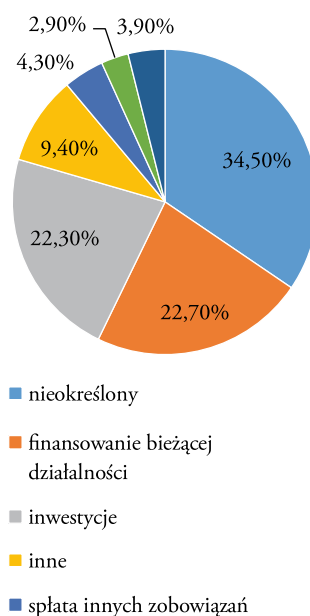
Wartość portfela kredytowego na koniec 2015 r. w Banku Poczty wynosiła 5,5 mld zł wobec 5,3 mld rok wcześniej. Wartość depozytów jakie udało się zgromadzić bankowi wynosiła na koniec 2015 r. 5,7 mld zł, przy 6,5 mld zł na koniec 2014 r. Spadek tłumaczony jest dużymi wahaniami środków instytucjonalnych,

Rysunek 13 **Struktura ilościowa emisji obligacji ze względu na zabezpieczenie, dane od 2009 do 2014 roku**



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu Rynek Catalyst: rynek obligacji w 2014 r., Grant Thornton.

Rysunek 14 **Cele emisji obligacji, dane od 2009 do 2014 roku**



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu Rynek Catalyst: rynek obligacji w 2014 r., Grant Thornton.

jakie były zdeponowane w banku, natomiast Bank Poczty stabilnie buduje bazę depozytów od klientów detalicznych [Szweda, 2016].

Warunki emisji

Bank Poczty zdecydował się na przeprowadzenie Programu Publicznych Emisji Obligacji o wartości do 1 mld zł. Oznacza to, że Bank może w kolejnych seriach emitować obligacje o wartości nominalnej dostosowanej do aktualnych potrzeb. Prospekt emisyjny Programu został zatwierdzony przez Komisję Nadzoru Finansowego 16 maja 2016 r. Prospekt ma ważność jednego roku i przez ten czas na jego podstawie Bank Poczty może oferować swoje obligacje. Obligacje w ramach programu przeznaczone są dla inwestorów indywidualnych. Bank Pocz-

ty wcześniej oferował obligacje inwestorom instytucjonalnym, jednak wraz z uruchomieniem programu Publicznych Emisji Obligacji zdecydował się skierować ku inwestorom indywidualnym.

Wartość pierwszej serii emitowanych obligacji miała wynieść maksymalnie 50 mln zł. Wartość nominalna jednej obligacji serii P1 to 100 zł. Bank Poczty emituje obligacje dziesięcioletnie, o stałym oprocentowaniu w pierwszym okresie odsetkowym równym 4,5 proc. w skali roku. W kolejnych okresach oprocentowanie obligacji będzie ustalane o oparciu o stawkę WIBOR 6M plus 2,8 punktu procentowego marży. Odsetki od obligacji będą wypłacane co pół roku. Zapisy na obligacje trwały od 23 maja do 3 czerwca 2016 r. Bank wyemitował obligacje podporządkowane i niezabezpieczone, które

Podsumowanie emisji w świetle badania jakościowego

W celu podsumowania emisji została zastosowana metoda kwestionariuszowa z pytaniami otwartymi. A oto, co powiedział **Marcin Dudek** – dyrektor Departamentu Skarbu Banku Poczty, który odpowiada za Program Publicznych Emisji Obligacji.

Dlaczego bank zdecydował się na publiczną emisję obligacji?

Obserwujemy rekordowe poziomy depozytów bankowych wśród gospodarstw domowych. W środowisku niskich stóp procentowych inwestorzy indywidualni poszukują inwestycji o niskim ryzyku. W odpowiedzi na te oczekiwania zdecydowaliśmy się wyemitować obligacje do inwestorów indywidualnych. Ponadto, jesteśmy bankiem detalicznym, skoncentrowanym na tej grupie klientów. W związku z tym chcemy zbudować bazę obligatariuszy indywidualnych, którym będziemy oferować obligacje. Dodatkowo, taka forma pozyskiwania kapitału daje możliwość jego dywersyfikacji.

Skąd decyzja, aby zaferować obligacje inwestorom indywidualnym? Nie prościej sprzedać papiery dłużne instytucjom?

Chciałbym podkreślić, że jesteśmy już na rynku Catalyst, ponieważ notowane są nasze obligacje kierowane do inwestorów instytucjonalnych. Chcemy jednak zbliżyć się do inwestorów indywidualnych, dlatego zdecydowaliśmy się na emisję do tej grupy. Chcemy po prostu wyjść do klientów detalicznych. Biorąc pod uwagę ostatnie publiczne emisje obligacji, w tym emisję Alior Banku, może zdarzyć się tak, że kapitał od inwestorów indywidualnych będzie tańszy.

Wiele osób zadaje pytanie, dlaczego nie można było zapisywać się na Wasze obligacje w placówkach bankowych albo po prostu na Poczcie?

Bank, ani tym bardziej Poczta Polska nie prowadzą działalności maklerskiej, zatem nie mogą świadczyć takich usług. W prowadzonym procesie zdecydowaliśmy się na wybór

po uzyskaniu zgody ze strony KNF mogą zostać zaliczone do funduszy własnych.

Nowością w emisji Banku Poczтового było przyjmowanie zapisów w placówkach firmy pośrednictwa finansowego Epxander. Jest to największy niezależny pośrednik finansowy z ponad 15-letnim doświadczeniem. Jednocześnie Expander jest Agentem Firmy Inwestycyjnej Grupy Ipopema Securities, która była oferującym obligacje Banku Poczowego. Expander prowadził zapisy w sposób tradycyjny w swoich placówkach, po uprzednim kontakcie z doradcami. Celem tej formy zapisów było dotarcie do osób, które do tej pory w żaden sposób nie były związane z rynkiem kapitałowym, nie miały rachunku maklerskiego, ani nie inwestowały w obligacje.

To nie koniec nowości jakie zaserwował Bank Pocztowy. W celu unikania nadmiernej redukcji w zapisach, bank zaoferował nowy sposób ich przyjmowania. W ramach oferty bank gwarantował przydzielenie obligacji bez dokonywania redukcji w przypadku zapisów obejmujących nie więcej niż 300 obligacji, złożonych do czasu całkowitego pokrycia puli 30 mln zł. Zapisy powyżej 300 obligacji, czyli powyżej 30 000 zł, złożone do czasu całkowitego pokrycia puli, w części przekraczającej 300 obligacji zostały zredukowane proporcjonalnie. Wszystkie zapisy złożone po przekroczeniu puli podlegały proporcjonalnej redukcji. O momencie złożenia zapisu na obligacje rozstrzygał czas rejestracji dyspozycji zapisu w systemie domu maklerskiego Ipopema.

doświadczonego partnera jakim jest dom maklerski Ipopema Securities, który wraz ze swoim partnerem, będącym jednocześnie ich Agentem Firmy Inwestycyjnej, prowadził zapisy na nasze obligacje. W przyszłości nie wykluczamy, że wystąpimy po odpowiednie zgody ze strony KNF żeby móc prowadzić zapisy. Na ten moment przeprowadziliśmy emisję pierwszej transzy. Na pewno jej wyniki podsumujemy i będziemy podejmowali decyzje o ewentualnych zmianach.

Zdecydowaliście się na nową formułę zapisów. Skąd ten pomysł?

Chcieliśmy przyczynić się do popularyzacji rynku Catalyst wśród inwestorów, a ponadto zabezpieczyć ich przed zapisami składanymi przez np. firmy asset management, które później prowadzą do dużych redukcji, bądź wyczerpania puli obligacji po kilku godzinach.

Oprócz nowości w sposobie zapisów zaoferowaliście obligacje o niespotykanym dotąd dla inwestorów indywidualnych tenorze 10 lat...

Charakterystyką polskiego rynku obligacji jest to, że dominują na nim papiery krótkoterminowe, 2- lub 3-letnie. Specyfika działalności bankowej wymaga pozyskania kapitału na dłuższy okres, stąd decyzja o dziesięciolatkach. Natomiast zaznaczę, że będziemy dążyć do jak najszybszego wprowadzenia obligacji na Catalyst. Ponadto zapewnimy animatora tym obligacjom. Wszystko po to, aby na naszych obligacjach była wysoka płynność i aby inwestorzy mieli możliwość wyjścia z inwestycji, gdy będą tego potrzebowali.

Czy po sukcesie pierwszej emisji chcecie oferować kolejne serie obligacji?

Prospekt jest zatwierdzany przez Komisję Nadzoru Finansowego na okres 12 miesięcy. Dokładne daty kolejnych emisji uzależnione są od zapotrzebowania na finansowanie ze strony banku oraz popytu na obligacje ze strony inwestorów. Natomiast nasz Program emisji obligacji jest bezterminowy. Naszym dążeniem jest, aby nasze obligacje były dostępne dla inwestorów indywidualnych cyklicznie.

Zgodnie z planem, 3 czerwca 2016 r. Bank Pocztowy zakończył zapisy na swoje obligacje. Udało się pozyskać zakładane 50 mln zł. W ofercie publicznej udział wzięło 709 inwestorów, a średni zapis wyniósł 70 522 zł. Stopa redukcji dla tranzytu niepodlegającej gwarancji zapisu wyniosła 10,71 proc. Co ciekawe, mediana zapisów wyniosła dokładnie 30 000 zł, czyli górną granicę wartości zapisu w puli niepodlegającej redukcji. Zatem można przyjąć, że w obawie przed redukcją inwestorzy skorzystali z oferty banku i składali zapisy głównie o wartości do 30 000 zł.

Wnioski i przewidywania

Otwarcie rynku Catalyst dało impuls do rozwoju w Polsce instrumentu finansowania jakim są obligacje. Instrument ten zaczął być chętniej wykorzystywany przez przedsiębiorstwa do pozyskiwania kapitału. Dla jednych był jedyną możliwością zdobycia kapitału dłużnego, dla innych sposobem na dywersyfikację źródeł finansowania. Co więcej, również banki komercyjne decydują się na emisje obligacji, które służą ich finansowaniu.

Jednym z takich przykładów może być Bank Pocztowy, który przeprowadził publiczną emisję obligacji podporządkowanych skierowaną do inwestorów indywidualnych. Z przeprowadzonego badania kwestionariuszowego wynika, że z perspektywy Banku koszt kapitału od inwestorów indywidualnych będzie niższy, niż gdyby bank emitował obligacje dla instytucji. To może być główny czynnik decydujący o tym, że Bank zdecydował się na taką formę pozyskania kapitału z emisji obligacji podporządkowanych. Analizując już samą konstrukcję zaprezentowanej oferty obligacji, z pewnością na plus należy podkreślić innowacyjność w podejściu do sposobu zapisów dzięki wprowadzeniu puli gwarantowanych zapisów. W przypadku emisji obligacji nadmierne redukcje działają niekorzystnie na samą inwestycję i zniechęcają szczególnie

małych inwestorów indywidualnych. Ponadto należy pochwalić Bank, że zwrócił się do inwestorów, którzy do tej pory nie byli obecni na rynku Catalyst, zatem poszerzył bazę potencjalnych odbiorców obligacji. Jak wynika z badania kwestionariuszowego, sam rynek Catalyst jest dużym plusem z perspektywy emitenta, ponieważ można zaoferować obligacje 10-letnie, a dzięki rynkowi wtórnemu inwestorzy mogą wyjść z takiej inwestycji praktycznie w każdej chwili.

Na podstawie przedstawionych danych i badania można dojść do następujących wniosków i przewidywań co do dalszego kierunku rozwoju rynku.

Po początkowej, dynamicznej fazie wzrostu wartości dostępnych obligacji na Catalyst dynamika wyhamowała. Trudno się spodziewać powrotu do wcześniejszego tempa wzrostu, ale wzrost na pewno będzie kontynuowany.

Przedsiębiorstwa nadal będą chętnie sięgać po kapitał z emisji obligacji. Szczególnie duże firmy mogą być zainteresowane dywersyfikacją źródeł finansowania, zwracając się po niego do inwestorów indywidualnych poprzez publiczne emisje obligacji. Być może duże firmy energetyczne pozyskają kapitał w ten sposób, a śladem PKN Orlen pójdzie drugi gracz na rynku, Grupa Lotos.

Liczba emitentów na Catalyst powinna nadal zwiększać się, ale tempo wzrostu będzie zdecydowanie mniejsze, niż w początkowych latach rozwoju rynku.

Problemem rynku Catalyst są niskie obroty i wydaje się, że na razie trudno będzie je zwiększyć. Szansą mogłyby być regulacje zachęcające banki do handlu na Catalyst, które obecnie głównie handlują na rynku międzybankowym, ponadto na wzrost obrotów, szczególnie wśród inwestorów indywidualnych, mogłyby wpłynąć zachęty podatkowe o których się spekuluje.

Rynek Catalyst w regionie powinien nadal mieć dominującą pozycję, która wynika z poziomu rozwoju naszego całego rynku finansowego. Udział obligacji w porównaniu do PKB w Polsce powinien nadal się zwiększać.

Inwestorzy instytucjonalni coraz częściej wymagają, aby dana emisja obligacji była dostępna na Catalyst, ze względu na to, że chcą mieć możliwość rynkowej wyceny obligacji. Będzie to pozytywnie wpływać na rozwój rynku.

Wraz z pojawieniem się regulacji dotyczących minimalnej wartości wprowadzanych obligacji do obrotu znikną emitenci ubiegający się o kapitał w wysokości kilkuset tysięcy złotych. Wpłynie to pozytywnie na strukturę rynku oraz zmniejszy ryzyko inwestycyjne.

Na Catalyst nadal będą dominować przedstawiciele firm windykacyjnych, pożyczkowych i deweloperzy. Dobra koniunktura wśród nich sprawi, że nadal chętnie będą pozyskiwać kapitał z Catalyst. Można spodziewać się kolejnych publicznych emisji obligacji oraz nowych emitentów z tych sektorów.

Wraz ze spadkiem rynkowych stóp procentowych koszt kapitału na Catalyst maleje. Obecnie rzadkością są oferty z dwucyfrowym oprocentowaniem. Dopóki stopy procentowe będą niskie to dominujące oprocentowanie na Catalyst będzie się kształtować się w przedziale od 7 do 9 proc.

Osobną kwestią są koszty prowadzenia emisji, które wahają się od 0,5 proc. do kilku proc. wartości emisji, a w skrajnych przypadkach nawet powyżej 10 proc. wartości emisji. Koszty pozyskania kapitału dla małych emitentów będą rosły przez wzrost liczby upadłości tego typu emitentów, a co za tym idzie – wzrost obaw inwestorów indywidualnych.

Jednocześnie duzi emitenci będą z łatwością pozyskiwać kapitał w ofertach publicznych wśród inwestorów indywidu-

alnych, których kuszą bezpieczeństwem inwestycji.

Nadal na Catalyst będą dominowały obligacje niezabezpieczone. Niezbędne są zmiany w prawie upadłościowym, ponieważ przypadki upadłości emitentów z obligacjami zabezpieczonymi pokazują, że w praktyce zabezpieczenie nic nie daje, ponieważ odzyskanie zainwestowanego kapitału nie jest możliwe.

Struktura celów emisji obligacji nie powinna znacząco się zmienić. W przypadku pojawienia się nowych dużych emitentów będą oni traktowali emisje obligacji jako źródło dywersyfikacji kapitału, zatem formalnie nie będzie występował cel emisji obligacji lub będzie nim finansowanie bieżącej działalności. Ze względu na stosunkowo krótki tenor obligacji na Catalyst, czyli dwu- lub trzy-letni, firmy nie chcą wykorzystywać ich w większym stopniu jako środka do finansowania długoterminowych inwestycji.

Sukces dotychczasowych emisji obligacji banków skłoni je zarówno do emisji kolejnych serii obligacji, jak również będzie czynnikiem zachęcającym kolejne banki do oferowania tego typu produktów.

W dobie niskich stóp procentowych inwestorzy indywidualni będą poszukiwać inwestycji o ryzyku podobnym do lokat bankowych, a takim są publiczne emisje obligacji banków.

Pojawiają się informacje o planach wprowadzenia ulg podatkowych dla inwestycji w obligacje przez inwestorów indywidualnych, co mogłoby przyczynić się do ogromnego wzrostu popularności tego instrumentu.

Rok 2016 może być rekordowy pod względem liczby emitentów prowadzących publiczne emisje obligacji skierowane do inwestorów indywidualnych, co powinno spopularyzować inwestycje w obligacje.

Emisje banków, wraz z szerokim marketingiem jaki im towarzyszy, odgrywają dużą rolę edukacyjną w inwestowaniu

w obligacje, dzięki czemu inwestorami zostają osoby dotąd nieobecne na rynku Catalyst.

Bibliografia:

1. Antkiewicz S. [2012], *Papiery wartościowe na rynku pieniężnym i kapitałowym*, Warszawa, CeDeWu.
2. Czerwiński M. [2011], *Analiza funkcjonowania publicznego rynku nie skarbowych papierów dłużnych Catalyst*, w: *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Rynek finansowy*, K. Jajuga (red.), Wrocław, Wydawnictwo UE we Wrocławiu.
3. Gemra K. [2013], *Możliwości lokowania kapitału przez inwestorów indywidualnych na rynku Catalyst*, w: *Bank, przedsiębiorstwo i społeczeństwo w warunkach niepewności*, J. Grzywacz, S. Kowalski (red.), Płock, Wydawnictwo PWSZ w Płocku.
4. Gemra K., Grzywacz J. [2014], *Koszt finansowania przedsiębiorstw na rynku Catalyst w latach 2009-2013*, w: *Rozwój nauki o finansach. Stan obecny i kierunki jej ewolucji*, J. Ostaszewski, E. Kosycarz (red.), Warszawa, Oficyna Wydawnicza SGH.
5. Kordela D. [2012], *Rynek Catalyst w strukturze polskiego rynku papierów wartościowych*, w: *Rynki finansowe i ubezpieczenia. Nowe perspektywy instytucji i instrumentów*, W. Przybylska-Kapuścińska, J. Handschke (red.), Zeszyty Naukowe, nr 143, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu.
6. Mazurek J. [2011], *Przewodnik dla potencjalnych emitentów. Obligacje korporacyjne na Catalyst*, Warszawa, Wydawnictwo GPW.
7. NBP [2015], *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2014 r.*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
8. Pawłowski M., Pawłowska A. [2011], *Rynek Catalyst z perspektywy emitentów korporacyjnych*, w: *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Rynek finansowy*, K. Jajuga (red.), Wrocław, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu.
9. Szveda E. [2016], *Bank Poczty przeprowadzi jeszcze jedną emisję obligacji*, wywiad z Szymonem Miderą, prezesem Banku Poczty, Obligacje.pl, 23 maja, <https://obligacje.pl>.
10. Ziarko-Siwiek U. [2010], *Catalyst jako nowy rynek wtórny dla obligacji pozaskarbowych*, w: *Rynek kapitałów pieniężnych, Wybrane zagadnienia*, E. Gruszczyńska-Brozbar (red.), Poznań, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu.