

MARIA SIERPIŃSKA*, PATRYCJA BĄK**

Rola obligacji korporacyjnych w finansowaniu przedsiębiorstw sektora górniczego w Polsce

Wprowadzenie

Kryzys finansowy i wzrost ryzyka na rynkach finansowych wpłynął na znaczne zmniejszenie zakresu finansowania przedsiębiorstw kredytem bankowym. Możliwości finansowania przedsiębiorstw przez banki będą się w najbliższych latach zmniejszać ze względu na nowe regulacje związane z Bazyleą III, które między innymi wymuszają dopasowanie aktywów do pasywów w bilansach banków (Cornett i in. 2012; Thakor 2012). Oznacza to, że banki zmuszone będą udzielać kredytów krótkoterminowych przy posiadaniu krótkoterminowych środków od inwestorów. Tymczasem spółki potrzebują długoterminowego finansowania na realizację przedsięwzięć inwestycyjnych. Problem doboru źródeł finansowania nabiera większego znaczenia w górnictwie, gdzie cykle realizacji inwestycji są długie, a bieżące przepływy pieniężne nie wystarczają na obsługę długu. W warunkach ograniczenia przez banki kredytów wiele firm będzie sięgać po środki z emisji obligacji.

Wydaje się, że w najbliższych latach kredyty bankowe pozostaną nadal podstawowym źródłem finansowania. Jednak realizacja planów inwestycyjnych spółek sektorów górniczego narzuci konieczność szerszego niż dotychczas korzystania z obligacji (Bąk 2007). Zwiększenie udziału emisji obligacji w finansowaniu przedsiębiorstw powinno stanowić podstawowy kierunek rozwoju struktur finansowania przedsiębiorstw w Polsce, gdyż dywersyfikacja źródeł finansowania stabilizuje działalność tych przedsiębiorstw, ograniczając

* Prof. dr hab., ** Dr, AGH Akademia Górniczo-Hutnicza, Wydział Górnictwa i Geoinżynierii, Kraków; e-mail: msierpinska@o2.pl; pbak@agh.edu.pl

ryzyko finansowe. W artykule pokazano zakres wykorzystania emisji obligacji korporacyjnych w Polsce na tle innych krajów.

1. Istota i rodzaje emitowanych obligacji

Obligacja korporacyjna jest papierem wartościowym potwierdzającym, że jego nabywca (obligatariusz) udzielił pożyczki na określonych warunkach, a ten ostatni zobowiązuje się do ich spełnienia w określonym czasie. Emitent stwierdza w nim, że jest dłużnikiem właściciela obligacji (obligatariusza) i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia (ustawa o obligacjach, 2001). Obligacja jest więc papierem wartościowym o charakterze dłużnym, wyrażającym w swojej treści wiarygodność czyli prawo do określonego w dokumencie obligacji świadczenia (Fabozzi 2005). Obligacje mogą być emitowane przez skarb państwa, gminy i przedsiębiorstwa. Obligacje korporacyjne są emitowane przez podmioty prowadzące działalność gospodarczą, posiadające osobowość prawną (spółki akcyjne, spółki z ograniczoną odpowiedzialnością), a także spółki komandytowo-akcyjne oraz inne podmioty mające osobowość prawną upoważnione do emisji obligacji na podstawie odrębnych ustaw. Emisja obligacji stanowi dla przedsiębiorstwa alternatywę w stosunku do korzystania z kredytu bankowego oraz emisji akcji.

Obligacje emitowane są zazwyczaj w seriach. Mogą one opiewać na świadczenie pieniężne bądź może być również zawarte świadczenie niepieniężne, np. prawo do partycypacji w przyszłych zyskach emitenta, zamiany obligacji na akcje emitenta, objęcia nowych akcji emitenta z pierwszeństwem przed dotychczasowymi akcjonariuszami.

Ustawa o obligacjach wyraźnie określa elementy konieczne samego dokumentu obligacji. Do obligacji dołącza się więc arkusz wykupu obligacji i kupon oprocentowania. Kupon oprocentowania nie jest obowiązkowym elementem. Emitent, aby zwiększyć atrakcyjność obligacji dla inwestorów, może emitować je poniżej ceny nominalnej, a więc z dyskontem. Różnica między ceną zakupu obligacji a ceną wykupu stanowi wówczas ekwiwalent otrzymanych odsetek (Jajuga 2009).

Obligacja może być wyemitowana w tradycyjnej formie bądź w postaci zdematerializowanej. Prawa z obligacji w tej drugiej formie powstają z chwilą dokonania zapisu w ewidencji i przysługują osobie w niej wskazanej jako posiadacz obligacji. W przypadku emisji obligacji w postaci zdematerializowanej obligatariusz nie dysponuje fizycznie dokumentem obligacji, określającym jego prawa i obowiązki. Dlatego też na emitenta nałożony jest obowiązek ich określenia w warunkach emisji. W ten sposób, pomimo braku dokumentu, sytuację nabywcy obligacji zdematerializowanej zarówno w zakresie pewności co do posiadanych praw z posiadaczami wersji papierowej.

Przedsiębiorstwo–emitent może przeprowadzić emisję publiczną lub prywatną. Oferta prywatna jest skierowana do nie więcej niż 99 inwestorów. Ofertą publiczną jest natomiast udostępnienie co najmniej 100 osobom lub nieoznaczonym adresatom w dowolnej formie i w dowolny sposób informacji o tych obligacjach i warunkach dotyczących ich

nabycia, stanowiących dostateczną podstawę do podjęcia decyzji o odpłatnym nabyciu tych obligacji

Proces przeprowadzenia oferty publicznej trwa znacznie dłużej niż w przypadku oferty prywatnej, ze względu na to, że wymaga przygotowania prospektu emisyjnego (lub memorandum informacyjnego), który musi być zatwierdzony przez Komisję Nadzoru Finansowego. W przypadku oferty prywatnej nie jest wymagane sporządzenie prospektu emisyjnego ani memorandum informacyjnego. Emitent jedynie udostępnia inwestorom warunki emisji opracowane zgodnie z ustawą o obligacjach. Oferta publiczna jest droższa niż oferta prywatna. Przeprowadzenie oferty publicznej obligacji wymaga bowiem zawarcia umowy z oferującym, który przy współudziale emitenta sporządza odpowiedni dokument informacyjny. Dodatkowo emitent ponosi koszty administracyjne związane z wprowadzeniem obligacji do obrotu. Oferta prywatna może być prowadzona bez pośrednictwa firmy inwestycyjnej. Jednak w praktyce spółki korzystają z usług pośrednictwa co zwiększa szanse uplasowania i wpływy z emisji obligacji.

2. Poziom emisji obligacji korporacyjnych w Polsce

Podejmując próbę oceny emisji obligacji przez przedsiębiorstwa trzeba zauważyć relatywnie małe zainteresowanie obligacjami jako źródłem finansowania. Mimo, że tempo wzrostu wartości obligacji w ostatnich trzech latach jest wyższe niż tempo przyrostu kredytów, to jednak w relacji do kredytów wartość emisji stanowi zaledwie 10% (tab. 1).

Z danych zamieszczonych w tabeli 1 wynika, że tempo zmian pozyskiwania środków z emisji obligacji w poszczególnych latach w relacji do roku poprzedniego wykazuje dużą

TABELA 1

Poziom emisji obligacji korporacyjnych i kredytów udzielonych przedsiębiorstwom w Polsce w latach 2003–2011

TABLE 1

Volume of corporate bond issues and loans extended to enterprises in Poland in 2003–2011

| Wyszczególnienie | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Obligacje długoterminowe przedsiębiorstw [mld zł] | 5,29 | 7,26 | 8,92 | 8,83 | 13,87 | 14,94 | 16,31 | 17,60 | 24,19 |
| Zmiana do roku poprzedniego | – | 32,8 | 22,9 | – 1,0 | 57,1 | 7,7 | 9,2 | 7,9 | 37,4 |
| Kredyty przedsiębiorstw [mld zł] | 127 | 122 | 125 | 143 | 178 | 228 | 220 | 214 | 240 |
| Zmiana do roku poprzedniego | – | – 4,0 | +2,0 | +14,0 | +24 | +28 | – 3,5 | – 2,7 | +5,5 |
| Relacja obligacji do kredytów bankowych | 4,2 | 6,2 | 7,2 | 6,4 | 8,1 | 6,6 | 7,4 | 8,2 | 10,1 |

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych NBP, Fitch Polska

zmiennosc. Po duzych wzrostach wartosci emisji w latach 2004–2005 wystapil nieznaczny spadek. Najwiekszy przyrost wartosci emisji obligacji – bo az o 57% w relacji do roku poprzedniego – nastapil w 2007 roku. W latach spowolnienia gospodarczego 2008–2010 przyrost wartosci emisji byl znaczny jesli uwzględnimy fakt, ze w tym okresie wystapil spadek inwestycji przedsiebiorstw. W latach 2008–2009 srednie wykorzystanie zdolnosci produkcyjnych w przemyśle polskim wynosilo 70%, podczas gdy w krajach Unii Europejskiej 75%. Poprawa wykorzystania zdolnosci produkcyjnych przemyslu w Polsce wystapila w 2010 roku. Przesiebiorstwa bardzo ostrozenie podchodza do inwestowania w okresie spowolnienia popytu. W warunkach jego wzrostu w pierwszej kolejnosci wykorzystane zostana posiadane moce produkcyjne, a dopiero w dalszej kolejnosci beda powstawac nowe zdolnosci, co wplynie na tworzenie nowych miejsc pracy. Na koniec 2011 roku przedsiebiorstwa w Polsce utrzymywaly ponad 200 mld depozytow przy 240 mld zł udzielonych kredytow. Oznacza to, ze kwota netto zaangażowana w przedsiebiorstwa przez banki funkcjonujace w Polsce nie byla zbyt imponujaca i wynosila tyle ile wynosi kilkuletni program inwestycyjny dwuch duzych firm w Polsce.

Obligacje wciaz nie sa w Polsce znaczącym źródłem finansowania przedsiebiorstw. Ich rola rośnie, na co wskazuje relacja obligacji do kredytow bankowych. Relacja ta wzrosła z 4,2% do 10,1%, czyli prawie 2,5-krotnie.

Struktura finansowania przedsiebiorstw w Europie zaprezentowana zostala w tabeli 2. Z danych zamieszczonych w tabeli 2 wynika, ze na rynku europejskim rośnie rola obligacji w finansowaniu przedsiebiorstw. Trendy europejskie znajduja rowniez odzwierciedlenie w Polsce. Jednakze srodki pozyskane z emisji obligacji stanowia na rynku europejskim bez mala polowe sumy srodkow pozyskanych z kredytow i obligacji, a w Polsce jest to tylko 9%.

TABELA 2

Udział obligacji w sumie kredytów i obligacji przedsiębiorstw w Europie i w Polsce w latach 2006–2011

TABLE 2

Share of bonds in the total of corporate loans and bonds in Europe and Poland, 2006–2011

| Wyszczególnienie | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|------------------|------|------|------|------|------|------|
| Europa | | | | | | |
| Obligacje | 24% | 19% | 31% | 54% | 24% | 43% |
| Kredyty | 76% | 81% | 69% | 49% | 66% | 67% |
| Polska | | | | | | |
| Obligacje | 5,8 | 7,2 | 5,7 | 6,9 | 7,6 | 9,1 |
| Kredyty | 94,2 | 92,8 | 94,3 | 93,1 | 92,4 | 90,9 |

Źródło: A. Kopyrski, Szanse i bariery rozwoju rynku obligacji w Polsce, PKO S.A. (materiały powielone) oraz obliczenia własne na podstawie tabeli 1.

Zatem zwiększenie udziału emisji obligacji w finansowaniu przedsiębiorstw powinno stanowić podstawowy kierunek rozwoju struktur finansowania przedsiębiorstw w Polsce, gdyż dywersyfikacja źródeł finansowania stabilizuje działalność tych przedsiębiorstw ograniczając ryzyko finansowe.

O roli obligacji korporacyjnych w finansowaniu działalności przedsiębiorstw świadczy też ich udział w PKB oraz w nakładach inwestycyjnych tych przedsiębiorstw.

TABELA 3

Relacja wartości emisji obligacji do nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw i do PKB

TABLE 3

The ratio of bond issue volume to investment expenditure by companies and the GDP

| Wyszczególnienie | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|--|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Udział wartości obligacji w nakładach inwestycyjnych przedsiębiorstw [%] | 4,8 | 6,0 | 6,8 | 5,7 | 7,2 | 6,9 | 8,7 | 13,6 | 14,6 |
| Udział wartości obligacji w PKB [%] | 0,8 | 0,6 | 0,9 | 0,8 | 1,2 | 1,2 | 1,8 | 1,5 | 1,8 |

Źródło: GUS, Fitch Polska oraz M. Czerwiński, Catalyst, czyli kolejny etap transformacji polskiego rynku nieskarbowych papierów dłużnych, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, 2010, nr 586, s. 539, K. Ostrowska, Szykują się wielomiliardowe emisje, Rzeczpospolita z dnia 2 lipca 2012.

Nakłady inwestycyjne przedsiębiorstw w ostatnich latach spadały, stąd udział wartości obligacji korporacyjnych w tych nakładach wzrósł. Nie oznacza to jednak, że wszystkie środki z emisji obligacji były przeznaczone na finansowanie inwestycji. Niedobory środków na finansowanie operacyjnej działalności ze względu na słabą akcję kredytową ze strony banków spowodowały, że część środków przeznaczona została na finansowanie bieżącej działalności przedsiębiorstw. Wzrost zapotrzebowania na środki do finansowania tej działalności jest m.in. wynikiem zatorów płatniczych, jakie pojawiły się w okresie spowolnienia gospodarczego i trudności z odzyskaniem należności.

Największe znaczenie jako źródło finansowania przedsiębiorstw odgrywają obligacje w Niemczech. Wartość emisji obligacji do PKB wynosi 37%, a więc więcej niż w USA, gdzie ich wartość w relacji do PKB wynosiła w 2010 roku 32%. W innych krajach wysoko rozwiniętych – w tym Europy Zachodniej – relacja ta kształtuje się w przedziale 19–20%. Znaczący jest udział obligacji przedsiębiorstw do PKB w Chinach co oznacza, że przedsiębiorstwa budują nowoczesne struktury finansowania, bardziej elastyczne niż oparte tylko na kredytach bankowych. W Europie Środkowo-Wschodniej, w Rosji w tym również i w Polsce udział obligacji w PKB wynosi średnio od 1 do 1,5%. W Czechach relacja ta wynosi 13%. Niski stopień wykorzystania emisji obligacji jako źródła finansowania przedsiębiorstw związany jest z relatywnie słabym rozwojem rynku długu w Polsce oraz wypieraniem z tego rynku przedsiębiorstw przez Skarb Państwa emitujący obligacje i bony skarbowe. Ponadto przedsiębiorstwa w Polsce, będące oddziałami zachodnich korporacji, korzystają z finansowego wsparcia spółek-matek bądź zaciągają kredyty bankowe za gra-

TABELA 4

Relacja wyemitowanych obligacji korporacyjnych przedsiębiorstw niefinansowych do PKB kraju lub regionu w 2010 roku

TABLE 4

The proportion of corporate bonds of the non-financial sector to the national or regional GDP in 2010

| Wyszczególnienie | % PKB |
|---|-------|
| Niemcy | 37 |
| USA | 32 |
| Europa Zachodnia | 20 |
| Pozostałe kraje wysoko rozwinięte | 19 |
| Czechy | 13 |
| Chiny | 11 |
| Polska | 1,5 |
| Europa Wschodnia, Rosja oraz byłe jej republiki | 1 |

Źródło: McKinsey Global Institute

nią, gdzie stopy procentowe są znacznie niższe niż w Polsce. Średnie koszty korzystania z kredytu w Polsce wynoszą 6–8%, zaś w krajach strefy euro 2–3%. Stopa podstawowa, która jest bazą dla WIBOR wynosi w Polsce 5%, podczas gdy w strefie euro dla EURIBOR jest to 1,25% (Sierpińska, Sierpińska-Sawicz 2012).

Rola obligacji korporacyjnych jako źródła finansowania rozwoju przedsiębiorstw w świecie systematycznie rośnie, jednak ciągle w strukturach kapitału przedsiębiorstw przeważają kredyty.

3. Obligacje jako źródło finansowania inwestycji w górnictwie

Z obligacji jako źródła finansowania rozwoju korzysta szeroko sektor górniczy. Bierze się to stąd, że cykl realizacji przedsięwzięć w górnictwie jest relatywnie długi. Firmy górnicze emitują wieloletnie obligacje i w okresie realizacji inwestycji nie muszą płacić rat jak w przypadku kredytu; płacą jedynie odsetki, najczęściej w skali roku. Po realizacji inwestycji pojawiają się zyski, które mogą być przeznaczone na wykup obligacji. (Sierpińska, Kustra 2010).

Rynek obligacji emitowanych przez przedsiębiorstwa górnicze na świecie w latach 2007–2011 stanowił atrakcyjną formę pozyskania kapitałów na działalność w perspektywie średnio- i długoterminowej. Wzrost emisji obligacji był efektem dywersyfikacji źródeł finansowania, które miało na celu ograniczenie finansowania z kredytów bankowych i szersze wykorzystanie obligacji (Kustra 2010). Wartość emisji obligacji korporacyjnych wzrosła

TABELA 5

Wartość emisji mających na celu pozyskanie finansowania przez światowe firmy górniczo-stalowe w latach 2007–2011

TABLE 5

Value of issues floated by mining companies worldwide to obtain funds in 2007–2011

| Wyszczególnienie | 2007 | | 2008 | | 2009 | | 2010 | | 2011 | |
|---------------------------------|---------|-------|---------|-------|---------|-------|---------|-------|---------|-------|
| | MIn\$ | % | MIn\$ | % | MIn\$ | % | MIn\$ | % | MIn\$ | % |
| IPO | 21 400 | 8,6 | 12 406 | 4,4 | 2 987 | 1,4 | 17 948 | 5,4 | 17 449 | 5,1 |
| Emisja nowych serii akcji | 66 802 | 26,9 | 48 751 | 17,2 | 73 806 | 34,4 | 49 705 | 15,1 | 49 745 | 14,6 |
| Emisja obligacji zamiennych | 12 865 | 5,2 | 12 238 | 4,3 | 14 431 | 6,7 | 5 477 | 1,7 | 2 365 | 0,7 |
| Emisja obligacji korporacyjnych | 36 358 | 14,6 | 38 146 | 13,4 | 61 016 | 28,4 | 72 502 | 22,0 | 83 804 | 24,6 |
| Kredyty | 110 787 | 44,6 | 171 691 | 60,6 | 62 420 | 29,1 | 183 875 | 55,8 | 187 059 | 54,9 |
| Razem | 248 212 | 100,0 | 283 232 | 100,0 | 214 660 | 100,0 | 329 507 | 100,0 | 340 422 | 100,0 |

Źródło: Mergers, acquisitions and capital raising in mining and metals, Ernst&Young, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011

z 36,3 mld USD w 2007 roku do 61,0 mld USD w 2009 roku i 83,8 mld USD w roku 2011, tj o 131%. Wartość kredytów w tym samym okresie wzrosła ze 110,7 mld do 187,0 mld czyli o 69%. Tempo wzrostu kredytów nie było jednak tak wyrównane jak w przypadku obligacji. W 2009 roku wartość kredytów spadła w relacji do 2007 roku o 46%.

Przedsiębiorstwa górnicze ograniczyły wykorzystanie kredytów bankowych z uwagi na wzrost wymagań ze strony banków, ograniczenia w dostępie do linii kredytowych, zwiększenie kosztów finansowych obsługi, co było w sumie efektem zwiększenia ryzyka kredytowego podmiotów branży górniczej. Warunki pozyskiwania długu odsetkowego na rynkach finansowych znacznie się pogorszyły, jednak okresy wykupu obligacji dotyczą horyzontów średnio- i długookresowych, co oznacza, że inwestorzy skłonni do inwestycji muszą mieć zapewnioną wyższą rentowność nabywanych papierów wartościowych (Kustra 2010).

Koszty pozyskania kapitału z emisji obligacji to odsetki i koszty przygotowania programu emisji. W tabeli 6 zaprezentowane zostały średnie stopy pozyskania środków z kredytów i emisji obligacji na rynkach rozwiniętych.

Koszty pozyskania kapitału zależą od ratingowej oceny poziomu ryzyka. Poszczególne regiony gospodarcze cechuje dość zróżnicowany poziom ryzyka publikowanego przez agencje ratingowe. Średnie kupony odsetkowe od obligacji emitowanych w sektorze górniczo-stalowym w zależności od charakterystyki inwestycyjnej prezentują dane zawarte w tabeli 7.

TABELA 6

Średnioroczne stopy odsetkowe kredytów i obligacji w latach 2007–2010

TABLE 6

Annual average interest rates/yields of loans and bonds, 2007–2010

| Wyszczególnienie | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|------------------------|------|------|------|------|
| Kredyty | 3,6 | 2,8 | 3,1 | 3,6 |
| Obligacje korporacyjne | 6,9 | 7,7 | 8,0 | 8,8 |

Źródło: Mergers, acquisitions and capital raising in mining and metals, Ernst&Young, 2011

TABELA 7

Średnie kupony odsetkowe od obligacji emitowanych w sektorze hutniczo-górnictwym w zależności od charakterystyki inwestycyjnej

TABLE 7

Average interest coupons on bonds issued in the mining and metallurgy sector depending on the investment characteristics

| Wyszczególnienie | 2009 | 2010 |
|--|------|------|
| Obligacje rynków wschodzących (<i>emerging markets bonds</i>) | 9,6% | 9,6% |
| Obligacje rynków wschodzących/poziom inwestycyjny (rating BBB i powyżej) | 8,6% | 7,8% |
| Obligacje o wysokim oprocentowaniu (<i>high yield</i>) | 9,7% | 8,3% |
| Obligacje o poziomie inwestycyjnym (rating BBB i powyżej) | 5,3% | 4,7% |

Źródło: Mergers, acquisitions and capital raising in mining and metals, Ernst&Young, 2011

W 2010 roku wraz ze stabilizowaniem się sytuacji gospodarczej koszty kapitału nieznacznie spadły poza odsetkami od obligacji rynków wschodzących, których ocena ratingowa jest niska ale stabilna w okresie ostatnich 5 lat. W Polsce oprocentowanie obligacji z emisji publicznych oparte jest na stawce WIBOR3M lub WIBOR6M powiększonej o marżę zależną od poziomu ryzyka i kształtuje się w przedziale 9–12%.

Oprócz kosztów odsetek dla inwestorów spółki ponoszą dodatkowo koszty przygotowania emisji. Angażują one w tym celu doradcę prawnego, audytora oraz doradcę biznesowego oferującego obligacje. Spółka ponosi koszty wynagrodzeń na rzecz tych podmiotów. Nie można również pominąć kosztów wynikających z dodatkowego obciążenia pracą pracowników spółki w związku z koniecznością przeprowadzenia analizy biznesowej we współpracy z doradcą oraz przygotowania materiałów mających umożliwić mu zapoznanie się ze spółką i analizę jej potencjału (Agarwal i in. 2007).

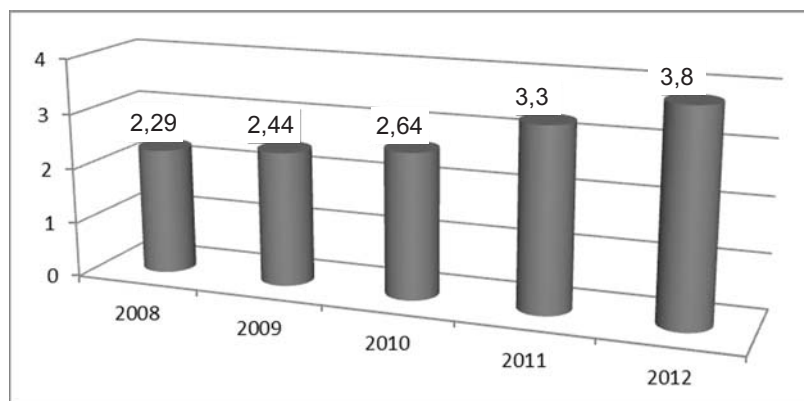
Poprzez emisję obligacji korporacje górnicze zabezpieczyły sobie stabilne funkcjonowanie w przyszłości oraz zapewniły finansowanie inwestycji rozwojowych. Dodatkowo pozytywne ratingi programów emisji oraz ich efektywne ulokowanie na rynkach finan-

sowych potwierdza fakt, że inwestorzy dostrzegają stabilne fundamenty rozwoju branży górniczej w przyszłości.

4. Emisja obligacji w górnictwie węgla kamiennego w Polsce

Polskie przedsiębiorstwa sektora węgla kamiennego również wykorzystują obligacje do finansowania programów inwestycyjnych. Spółki, chcąc zwiększyć wydobywanie, muszą zainwestować w najbliższych kilku latach kwotę ponad 10 mld złotych. W 2011 roku wydano na inwestycje 3,3 mld zł (rys. 1). Jastrzębska Spółka Węglowa w 2011 roku wydała na inwestycje kwotę ponad 1,1 mld zł, Kompania Węglowa 950 mln zł, Lubelski Węgiel Bogdanka 700 mln zł i Katowicki Holding Węglowy około 600 mln zł. W 2012 roku spółki te zwiększą nakłady inwestycyjne do kwoty 3,8 mld. Część tych nakładów pokryta będzie środkami z emisji obligacji. Jastrzębska Spółka Węglowa zamierza wydać 1,5 mld złotych na inwestycje. Planowane nakłady inwestycyjne w Kompanii Węglowej na kwotę 1,1 mld zł również mają być pokryte częściowo z emisji obligacji. Na inwestycje znaczne kwoty w 2012 roku zamierzają wydać również Katowicki Holding Węglowy (0,68 mld), Lubelski Węgiel Bogdanka (0,72 mld) oraz Południowy Koncern Energetyczny (0,20 mld).

Wraz ze wzrostem wydobywania spółki potrzebują dodatkowych środków na finansowanie działalności operacyjnej. Sytuacja finansowa omawianych podmiotów jest mocno zróżnicowana stąd muszą one mieć różne strategie finansowania swojej działalności (Kustra 2008). Jastrzębska Spółka Węglowa S.A. zamierza wyemitować obligacje na kwotę 1 mld zł, która stanowiłaby bufor bezpieczeństwa zapewniający płynność finansową w okresie głębokiego kryzysu gospodarczego. Przewidywania dotyczące kryzysu są tak zróżnicowane, że bardzo trudno jest ocenić czy realizowana polityka nie jest zbyt ostrożna i spółka nie ponosi kosztów utraconych możliwości wynikających z posiadania wolnej gotówki i emisji

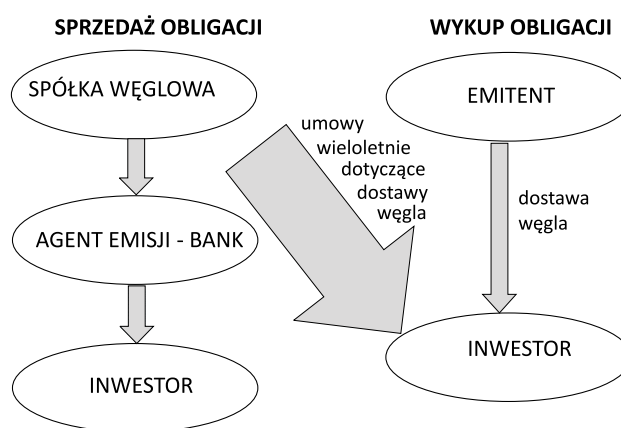


Rys. 1. Inwestycje w górnictwie węgla kamiennego w latach 2008–2011 (w mld zł) 2012 plan
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych spółek

Fig. 1. Investments in hard coal mining, 2008–2011, PLN bn 2012 – planned

obligacji. Ostrożna strategia realizowana przez zarząd wynika z tego, że po wejściu na giełdę i spółka stała się obiektem analiz i spekulacji, musi zatem realizować politykę satysfakcjonującą akcjonariuszy.

Doświadczenie w emisji obligacji posiada już Katowicki Holding Węglowy, który w 2009 roku wyemitował obligacje wartości 300 mln zł. Była to pierwsza tego typu transakcja związana z rozwojem górnictwa węgla kamiennego w Polsce. Głównym celem emisji jest spłata wymaganych zobowiązań z tytułu dostaw i usług, spłata kredytów bankowych oraz finansowanie nakładów inwestycyjnych. Innowacyjność rozwiązania polegała na wprowadzeniu świadczenia niepieniężnego z tytułu rozliczenia obligacji (rys. 2).



Rys. 2. Procedura emisji obligacji opartych na dostawie węgla
 Źródło: opracowanie własne

Fig. 2. Procedure of issuing bonds redeemable by coal deliveries

Emisja obligacji węglowych przez KHW S.A. realizowana była w trzech etapach. Pierwszy etap w marcu 2008 roku stanowiły negocjacje z konsorcjum polskich banków, które wyraziły swoje zainteresowanie programem emisji obligacji. Drugi etap wiązał się z przygotowaniem dokumentacji związanej z realizacją emisji oraz trzeci etap – emisja obligacji.

W ramach zawartej umowy sprzedaży obligacji, emitent zobowiązał się dostarczyć obligatariuszowi węgiel o określonych parametrach, po z góry określonej cenie (Drabek 2010). Oferta obligacji została skierowana przede wszystkim do inwestorów, z którymi KHW S.A. zawarł umowy długoterminowe na dostawy węgla. Przewidziano również możliwość nabycia obligacji przez przedsiębiorstwa nie współpracujące z holdingiem. Program emisji wartości 900 mln zł objął wielokrotną emisję obligacji w seriach. Maksymalny termin wykupu każdej serii wynosi pięć lat, a łączna wartość obligacji, które zostały wyemitowane i nie są jeszcze wykupione, nie może przekroczyć wartości programu. Program emisji będzie trwał siedem lat, jednak nie dłużej niż do końca grudnia 2016 roku. Wartość nominalna jednej obligacji wyniosła 100 tys. zł lub wielokrotność tej kwoty.

Oprocentowanie zostało zróżnicowane w zależności od rodzaju obligacji. Dla papierów o terminie wykupu do roku oprocentowanie zostało ustalone jako suma bazy oprocentowania (WIBOR) oraz marży w skali roku. W przypadku emisji o terminie wykupu powyżej roku oprocentowanie ma być nie wyższe niż suma odpowiedniej bazy oprocentowania (BS52 – średnia rentowność 52-tygodniowych bonów skarbowych z ostatniego przetargu organizowanego przez Ministerstwo Finansów, poprzedzającego datę emisji obligacji zerokuponowych) i stałej marży w skali roku. Wysokość marży ustalono w drodze negocjacji z inwestorami bądź w wyniku zorganizowanego przetargu wśród inwestorów (Drabek 2010).

Zabezpieczenie obligacji stanowią:

- zastaw rejestrowy na wierzytelnościach wynikających z umów handlowych z wybranymi kontrahentami emitenta,
- hipoteki ustanowione na nieruchomościach,
- cesja praw z polis ubezpieczeniowych,
- oświadczenie emitenta o poddaniu się egzekucji do wysokości 150% kwoty finansowania,
- pełnomocnictwo do rachunków bieżących prowadzonych przez gwarantów emisji.

Katowicki Holding Węglowy zaplanował również emisję obligacji zamiennych na akcje. Mogłaby ona stanowić początek ścieżki prywatyzacyjnej Spółki. Poziom emisji byłby zbliżony do kwoty 900 mln złotych, czyli do kwoty pierwszej emisji obligacji węglowych. Emisja ta byłaby powiązana z wejściem Spółki na Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie.

Kompania Węglowa zakłada emisję obligacji, gdyż w warunkach braku możliwości pozyskania środków z rynku giełdowego będzie musiała poszukiwać środków na sfinansowanie zarówno inwestycji jak i działalności bieżącej. Decyzja o emisji poprzedzona została analizą opłacalności korzystania z tego źródła finansowania w warunkach dostępności kredytów bankowych. Nie zakłada emisji obligacji Bogdanka, z wyliczeń której wynika, że pozyskanie środków z kredytów bankowych będzie tańsze niż z emisji obligacji. Spółka posiada wysoką zdolność kredytową.

5. Korzyści i bariery emisji obligacji

Emisja obligacji posiada wiele zalet. Poprzez emisję obligacji firma może pozyskać środki finansowe jednocześnie u wielu wierzycieli na bardzo długi okres, często przekraczający zdolności banków przy udzielaniu kredytów. Obligacje korporacyjne cechuje niższa niż w przypadku akcji stopa dochodu, pomimo tego inwestorzy wolą ulokować swoje oszczędności w obligacjach, ponieważ gwarantują one z góry określony zysk, a dodatkowo inwestycja ta jest obciążona mniejszym ryzykiem.

Pozyskanie funduszy przez emisję obligacji korporacyjnych wiąże się z niższymi kosztami kapitału w porównaniu do kosztów kapitałów własnych. Koszty emisji długoterminowych

papierów dłużnych są z reguły niższe niż w przypadku emisji akcji (średni koszt pozyskania kapitału na GPW w Warszawie S.A. wynosił w 2011 roku 11,7%). Wypłata odsetek jest ponadto kosztem uzyskania przychodów, a zatem pomniejsza podstawę opodatkowania i dlatego, stosując ten typ finansowania, przedsiębiorstwo wykorzystuje tarczę podatkową, (Podedworna-Tarnowska 2009).

Dodatkowo do zalet emisji obligacji można zaliczyć:

- relatywnie niższe koszty pozyskania kapitału w relacji do kredytu bankowego. Ponadto porównując koszt obsługi kredytu i emisji obligacji trzeba zauważyć, że odsetki od obligacji mogą być płatne co roku, czy co pół roku, zaś odsetki od kredytów zazwyczaj co miesiąc. Odsunięcie w czasie płatności odsetek poprawia płynność finansową przedsiębiorstw, co ma szczególne znaczenie dla spółek prowadzących działalność sezonową;
- szybkość pozyskania kapitału – procedura pozyskania środków z emisji obligacji trwa zazwyczaj krócej niż procedura pozyskania ich z kredytu bankowego. Wypełnienie wszystkich formalności związanych z uzyskaniem kredytu bankowego może wymagać dłuższego okresu czasu, przy braku gwarancji, że kredyt ten zostanie spółce przyznany. Emisja i sprzedaż obligacji na rynku niepublicznym może trwać znacznie krócej i nie wymaga zabezpieczeń takich jak kredyt;
- swoboda w określaniu warunków emisji. Warunki emisji obligacji są ustalane przez spółkę. Muszą one jednak odpowiadać zapisom zawartym w ustawie o obligacjach, jak również podstawowym standardom rynkowym. Jednak możliwość wyboru np. terminu wykupu jest znacznie bardziej elastyczna niż w przypadku kredytu bankowego. Ponadto jeśli w dniu wykupu obligacji przedsiębiorstwo planuje przesunąć termin spłaty obligacji, a inwestorzy wyrażą na to zgodę, może to zrobić poprzez tzw. rolowanie obligacji;
- połączenia typowego instrumentu dłużnego z opcją zamiany obligacji na akcje bądź prawem pierwszeństwa objęcia akcji emitenta. Stanowi to o atrakcyjności obligacji zarówno dla spółki, jak i dla potencjalnych jej nabywców;
- uzyskanie efektu marketingowego i poprawa wiarygodności spółki na rynku finansowym, zwłaszcza gdy oferta obligacji ma charakter publiczny. Informacje o emittencie podane na rynku finansowym mogą wpłynąć na łatwiejsze pozyskanie kapitału na rynku finansowym w przyszłych okresach czasu;
- emisja obligacji nie powoduje rozwodnienia akcji lub udziałów dla dotychczasowych właścicieli, a tym samym uszczuplenia ich praw właścicielskich. Jest to szczególnie istotne, gdy właściciele nie chcą utracić dotychczasowej pozycji i kontroli nad spółką lub gdy spadają zyski w warunkach dekonjunktury, a większa liczba akcji spowodowałaby znaczny spadek zysku na akcję i spadek wartości spółki.

Emisja obligacji może wiązać się również z pewnymi niedogodnościami. Przedsiębiorstwo, które decyduje się na emisję obligacji nie wie jak duże fundusze może pozyskać od nabywców obligacji, ponieważ ilość sprzedaży walorów jest nieznana. Kolejną niedogodnością emisji obligacji korporacyjnych jest to, że są one z reguły wykupywane w tym

samym czasie i wtedy przedsiębiorstwo musi posiadać na ten moment znaczną kwotę zasobów finansowych.

Emisja obligacji jest często postrzegana jako proces bardziej skomplikowany niż pozyskiwanie kapitałów z innych źródeł. Procedura emisji obligacji publicznych porównywalna jest z emisją akcji. Powodzenie takiej emisji będzie zależało od zmiennych nastrojów na rynkach kapitałowych. W czasie spowolnienia gospodarczego emitent może mieć problemy z uplasowaniem swoich papierów jeśli są to duże kwoty. Stąd zapewnia sobie dopływ środków w takiej sytuacji poprzez wykorzystanie gwarancji banków do objęcia pozostałej, nie objętej przez inwestorów kwoty. Podnosi to koszty pozyskania kapitałów z emisji i stwarza bariery elastycznego korzystania z tej formy długu.

Zakończenie

Jednym z ważniejszych obszarów decyzji finansowych, mających zapewnić wzrost wartości firmy jest dobór źródeł finansowania przedsiębiorstw. W warunkach spowolnienia gospodarczego przedsiębiorstwa powinny sięgać do bardziej elastycznych źródeł finansowania niż kredyty bankowe. Takim instrumentem są niewątpliwie obligacje korporacyjne. W literaturze podkreśla się, że obligacje są tańszym sposobem pozyskania kapitału niż emisje akcji, które są trudne do przeprowadzenia w okresie spadku popytu, a tym samym zysków przedsiębiorstw. Środki pozyskane z emisji akcji mogą powodować, że zysk na akcję będzie spadał co spowoduje spadek wartości firmy.

Emisja obligacji może również dostarczyć środków na finansowanie działalności przedsiębiorstw po koszcie niższym niż koszty kredytów bankowych. Zależy to zawsze od indywidualnych warunków poszczególnych podmiotów emitujących obligacje, ich kondycji finansowej oraz ryzyka.

Praca naukowa finansowana ze środków na naukę w latach 2010–2013 jako projekt badawczy nr N N524 360438

LITERATURA

- Agarwal i in. 2007 – Agarwal V., Fung W.H., Loon Y.C., Naik N.Y., 2007 – Liquidity Provision in the Convertible Bond Market: Analysis of Convertible Hedge Funds CFR Working Paper No. 04–03, University of Cologne, Cologne, Germany.
- Bąk P., 2007 – Charakterystyka źródeł pozyskiwania kapitału i finansowania działalności przedsiębiorstw górniczych. Część 2: Źródła kapitału obcego – Gospodarka Surowcami Mineralnymi t. 23, z. 2.
- Cornett i in. 2012 – Cornett M.M., McNutt J.J., Strahan P.E., Tehranian H., 2012 – Liquidity risk management and credit supply in the financial crisis. *Journal of Financial Economics* vol. 105, iss. 3.
- Czerwiński M., 2010 – Catalyst, czyli kolejny etap transformacji polskiego rynku nieskarbowych papierów dłużnych. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego* nr 586.
- Drabek J., 2010 – Emisja obligacji korporacyjnych węglowych. *Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie* nr 4.
- Fabozzi F.J., 2005 – *The handbook of fixed income securities*. Mc Graw-Hill. New York.

- Fabozzi F.J., 2009 – Bond Markets, Analysis, and Strategies. Published by Prentice Hall. New York.
- Jajuga K., 2009 – Obligacje i akcje. Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa.
- Kustrza A., 2008 – Kalkulacja kosztów w działalności górniczej traktowanej jako projekt – ujęcie strategiczne i operacyjne. *Gospodarka Surowcami Mineralnymi* t. 24, z. 4/2.
- Kustrza A., 2010 – Wykorzystanie obligacji w finansowaniu projektów górniczo-geologicznych na rynku światowym. *Górnictwo i Geoinżynieria* z. 3.
- Mergers, acquisitions and capital raising in mining and metals, Ernst&Young, 2008–2011.
- Podęworna-Tarnowska D., 2009 – Perspektywy rozwoju rynku obligacji korporacyjnych w Polsce. [W:] *Finanse, rynki finansowe, ubezpieczenia* nr 16, Szczecin, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 533.
- Sierpińska M., Kustrza A., 2010 – Emisja obligacji zwykłych jako źródło finansowania rozwoju przedsiębiorstw. *Wiadomości Górnicze* nr 1.
- Sierpińska M., Sierpińska-Sawicz A., 2012 – Credit problems of companies in Poland during Poland's economic slow down period. [W:] *Dilemmas of the contemporary economy facing global changes*. Edited by J. Kaczmarek, T. Rojek, Cracow University of Economics.
- Thakor A.V., 2012 – Incentives to innovate and financial crises. *Journal of Financial Economics* volume 103 Issue.
- Ustawa o obligacjach (tekst jedn. Dz.U. z 2001 roku, nr 120, poz.1300 z późniejszymi zmianami).

**ROLA OBLIGACJI KORPORACYJNYCH W FINANSOWANIU PRZEDSIĘBIORSTW
SEKTORA GÓRNICZEGO W POLSCE**

Słowa kluczowe

Obligacje korporacyjne, kryzys finansowy, źródła finansowania, przedsiębiorstwa górnicze

Streszczenie

W artykule zawarte zostały problemy emisji obligacji w Polsce jako źródła finansowania działalności przedsiębiorstw górniczych. Poziom emisji nie jest imponujący ani w relacji do nakładów inwestycyjnych ani do PKB. Kraje wysoko rozwinięte znacznie szerzej korzystają z tej formy długu. Emisja obligacji wykazuje wiele zalet w relacji do pozyskania kapitału z emisji akcji czy z kredytów banków. Koszty pozyskania kapitału z emisji mogą być niższe niż z kredytów bankowych i emisji akcji. Jednak ciągle wiele barier utrudnia pozyskanie kapitału z tej formy długu. Największą barierą wydaje się być niedobór rodzimego kapitału na rynku długu w Polsce.

Poszukując źródeł finansowania inwestycji rozwojowych spółki coraz częściej wykorzystują emisję obligacji korporacyjnych. W krajach wysoko rozwiniętych zakres korzystania z emisji obligacji jest znacznie szerszy niż w Polsce. Wskazują na to zamieszczone w artykule relacje emisji obligacji do PKB, do nakładów inwestycyjnych czy do kredytów. Szeroko z emisji obligacji korzystają duże firmy górnicze ze względu na elastyczność tej formy długu i relatywnie niższe koszty pozyskania kapitału niż z emisji akcji czy z kredytów. W Polsce z emisji obligacji skorzystał dotychczas Katowicki Holding Węglowy. Kolejne spółki węglowe (JSW, Kompania Węglowa) przygotowują programy emisji obligacji korporacyjnych, zamierzając pozyskane środki przeznaczyć na inwestycje. Jednak wiele barier utrudnia pozyskanie kapitału z tej formy długu. Największą barierą wydaje się być niedobór rodzimego kapitału na rynku długu w Polsce.

THE ROLE OF CORPORATE BONDS IN FINANCING MINING SECTOR COMPANIES DURING AN ECONOMIC DOWNTURN**Key words**

Bonds, financial crisis, sources of finance, coal mining companies

Abstract

The article presents the subject of bond issues in Poland as a source financing operations of mining enterprises. The volume of issues is not impressive, either as a proportion of investment expenditure or the GDP. Highly developed countries use this form of debt much more broadly. Issuing bonds has many advantages over raising capital by issuing shares or contracting bank loans. The cost of raising capital by floating bonds can be lower than by taking out bank loans and issuing shares. However, there are still many barriers that hinder raising capital from this form of debt. The greatest barrier seems to be the shortage of domestic capital on the Polish debt market.

When looking for sources to finance growth investments, companies increasingly frequently issue corporate bonds. In highly developed countries, bond issues are used much more broadly than in Poland. This is demonstrated by the ratios of bond issues to the GDP, to investment expenditure or to loans, as presented in this article. Bond issues are widely used by large mining companies, because this form of debt is flexible and the cost of raising capital in this way is lower than by issuing shares or contracting loans. So far, bonds have been issued in Poland by Katowicki Holding Węglowy. Further coal companies (JSW, Kompania Węglowa) are preparing corporate bond programmes to use the raised funds for investments. However, there are many barriers that hinder raising capital from this form of debt. The greatest barrier seems to be the shortage of domestic capital on the Polish debt market.

