

MACIEJ PAWŁOWSKI

DARIUSZ PAUCH

OBLIGACJE BANKÓW SPÓŁDZIELCZYCH NA RYNKU *CATALYST*

Wprowadzenie

Sektor bankowości spółdzielczej stanowi niezwykle istotne ogniwo polskiego systemu finansowego, czego potwierdzeniem jest ilościowy wymiar instytucji tego rodzaju – spośród 646 banków odnotowanych na koniec 2010 roku 576 podmiotów stanowiły banki spółdzielcze dysponujące 3864 placówkami w całym kraju. Pomimo niezwykle dużego potencjału dystrybucyjnego udział banków spółdzielczych w wynikach sektora bankowego kształtuje się na zadziwiająco niskim poziomie – banki spółdzielcze pozyskują 9% ogólnej wartości depozytów, udzielają 6% wszystkich kredytów oraz generują zaledwie 6% wyniku finansowego netto całego sektora bankowego¹. Podstawowym czynnikiem ograniczającym rozwój bankowości spółdzielczej jest poziom funduszy własnych. Wyższe zasoby kapitałowe umożliwiają bowiem dynamiczne rozwijanie działalności, zapewniając jednocześnie bezpieczeństwo odzwierciedlone zachowaniem ustawowego współczynnika wypłacalności banku. Od 2009 roku potencjalnym instrumentem wzrostu kapitałów własnych, jaki mają do dyspozycji banki spółdzielcze jest emisja obligacji.

Celem artykułu jest omówienie podstaw funkcjonowania rynku obligacji banków spółdzielczych oraz próba oceny dotychczasowych doświadczeń związanych z nowym obszarem rynku kapitałowego.

Zasady emisji obligacji w aspekcie wzrostu funduszy własnych banków spółdzielczych

Obligacja definiowana jest jako emitowany w serii papier wartościowy, poświadczający wiarygodność obejmującą zobowiązanie dłużne emitenta wobec posiadacza obligacji, którego realizacja następuje w formie świadczenia pieniężnego lub świadczenia niepie-

* Projekt został sfinansowany ze środków Narodowego Centrum Nauki w ramach grantu nr N N113 344740.

¹ Dane charakteryzujące sektor bankowości spółdzielczej pochodzą z materiałów konferencyjnych; J. Pruski.: *Wybrane aspekty funkcjonowania banków spółdzielczych w Polsce*, Forum Liderów Banków Spółdzielczych, Warszawa 2011, www.bgf.pl (27.02.2012).

niężnego². Spełnienie zobowiązania wynikającego z emisji papierów dłużnych w formie świadczenia pieniężnego opiera się na okresowej wypłacie odsetek od nominalu obligacji oraz wykupie instrumentu w terminie jego zapadalności. W odniesieniu do rozwiązań o charakterze niepieniężnym, katalog dopuszczalnych świadczeń emitenta na rzecz obligatariuszy jest w obecnym stanie prawnym otwarty i właściwie każde zobowiązanie prawnie dopuszczalne może być zaciągnięte w drodze emisji obligacji³. Jednakże w literaturze przedmiotu, jak i praktyce gospodarczej, identyfikuje się w tym zakresie trzy podstawowe rozwiązania⁴:

- konwersja obligacji na akcje emitenta (*obligacje zamienne*),
- przyznanie prawa pierwszeństwa w objęciu akcji z nowej emisji (*obligacje z prawem pierwszeństwa*),
- przyznanie prawa do udziału w przyszłym zysku emitenta (*obligacje partycypacyjne*).

Powyżej wskazane warianty realizacji zobowiązań dłużnych powstałych w wyniku emisji obligacji w znacznym stopniu uwarunkowane są rodzajem podmiotu emisyjnego⁵. W świetle obowiązujących regulacji prawnych, zdolność emisyjną w zakresie kreowania obligacji posiadają⁶:

- 1) podmioty prowadzące działalność gospodarczą i posiadające osobowość prawną (z uwzględnieniem spółek komandytowo-akcyjnych), które dokonują emisji **obligacji korporacyjnych**; w tej kategorii uwzględnia się również międzynarodowe instytucje finansowe, których członkiem jest alternatywnie: Rzeczpospolita Polska, Narodowy Bank Polski, państwo członkowskie OECD, bank centralny takiego państwa lub instytucje finansowe prowadzące działalność na podstawie umów zawartych z Polską, regulujących sposób emisji obligacji na terenie kraju;
- 2) jednostki samorządu terytorialnego i ich związki oraz miasto stołeczne Warszawa emitujące **obligacje komunalne**;
- 3) inne podmioty posiadające osobowość prawną, upoważnione do emisji obligacji na podstawie odrębnych ustaw; w tej kategorii emitentów wymienia się **obligacje skarbowe i obligacje Narodowego Banku Polskiego**.

Jak wynika z powyższego, ustawa o obligacjach nie wymienia banków spółdzielczych jako podmiotów uprawnionych do emisji obligacji. Zdolność emisyjną omawianej

² *Instrumenty dłużne w gospodarce*, red. D. Czechowska, Wydawnictwa Fachowe CeDeWu, Warszawa 2010, s. 115.

³ J. Kropiwnicki: *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, LexisNexis Polska sp. z o.o., Warszawa 2010, s. 18.

⁴ W. Nawrot: *Rynek kapitałowy i jego rozwój*, Wydawnictwa Fachowe CeDeWu, Warszawa 2008, s. 103.

⁵ Z perspektywy emitentów korporacyjnych, charakter podejmowanego zobowiązania w ramach emisji obligacji jest właściwie nieograniczony. W odniesieniu do pozostałych emitentów (samorządowych czy Skarbu Państwa) zastąpienie świadczeń pieniężnych prawami o charakterze niepieniężnym jest właściwie niemożliwe, z uwagi na status prawny podmiotu emisyjnego.

⁶ Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach, DzU 2001, nr 120, poz. 1300 z późn. zm.

grupy podmiotów zdefiniowały znowelizowane z dniem 1 lipca 2009 roku przepisy ustawy o funkcjonowaniu banków spółdzielczych, ich zrzeszaniu się i bankach zrzeszających⁷ oraz uchwała Komisji Nadzoru Finansowego nr 314/2009 z dnia 14 października 2009. W myśl wspomnianych regulacji, banki spółdzielcze traktowane są w kategoriach podmiotów posiadających osobowość prawną i prowadzących działalność gospodarczą. Zatem korzystanie z prawa do emisji dłużnych papierów wartościowych nie jest związane z rozszerzeniem podmiotowego zakresu działalności banku i tym samym nie wymaga zgody Komisji Nadzoru Finansowego⁸.

W klasycznym ujęciu wykorzystanie obligacji w procesie finansowania działalności dostarcza zasilenia kapitałowego o charakterze dłużnym, zmieniając strukturę pasywów emitenta po stronie zobowiązań. W odniesieniu do banków spółdzielczych, regulacje prawne przewidują możliwość zakwalifikowania kapitału pozyskanego z emisji obligacji do wartości kapitałów własnych.

Wzmiankowana uchwała KNF nr 314/2009 z dnia 14 października 2009 upравиła banki spółdzielcze do zaliczania kapitału pozyskanego z emisji obligacji do wartości funduszy podstawowych przy założeniu, że emitowane obligacje spełniają określony standard⁹:

- instrumenty zasilające kapitały podstawowe banku podlegają wykupowi za zgodą KNF, jednak nie wcześniej niż przed upływem 10 lat od momentu zamknięcia emisji,
- roszczenia obligatariuszy wynikające z upadłości lub likwidacji banku zaspokajane są w ostatniej kolejności,
- emitent obligacji ma prawo do wstrzymania lub odroczenia płatności odsetkowych w przypadku istotnego pogorszenia sytuacji finansowej (np. wystąpienie straty, niespełnienie wymogu kapitałowego lub wezwanie banku do opracowania programu naprawczego) przy czym maksymalny termin odroczenia wypłaty oprocentowania wyznacza termin wykupu obligacji, a wstrzymanie płatności odsetkowych wiąże się z koniecznością zapłaty odsetek ustawowych przez emitenta,
- walory mogą być emitowane wyłącznie w złotych, euro, dolarze amerykańskim lub franku szwajcarskim,
- wartość emisji nie może przekroczyć 35% wartości funduszy własnych.

Ustawodawca przewidział również możliwość wykorzystania obligacji w aspekcie podwyższenia kapitałów uzupełniających banków spółdzielczych. W modelowej konstrukcji obligacji zaliczanych do funduszy uzupełniających zastrzeżono, iż wykup instrumentów

⁷ Rozszerzono art. 5 o ust. 1 pkt 5 uprawniając banki spółdzielcze do emisji obligacji za zgodą banku zrzeszającego oraz art. 6 ust. 1 umożliwiając bankom spółdzielczym zaciąganie zobowiązań związanych z emisją papierów wartościowych (również za zgodą banku zrzeszającego).

⁸ J. Cichy: *Banki spółdzielcze na rynku obligacji Catalyst w Polsce*, [w:] *Współczesna bankowość spółdzielcza*, red. A. Szelałowska, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2012, s. 210.

⁹ Uchwała Komisji Nadzoru Finansowego nr 314/2009 z dnia 14 października 2009 r. w sprawie innych pozycji bilansu banku zaliczanych do funduszy podstawowych banku, ich wysokości, zakresu i warunków ich zaliczania do funduszy podstawowych banku, Dz.Urz. KNF 2010, nr 1, poz. 1.

nie może następować wcześniej niż w ciągu 5 lat od momentu emisji. Ponadto, w przypadku upadłości lub likwidacji banku środki pieniężne podlegają zwrotowi w ostatniej kolejności, a emitent nie może w żaden sposób zabezpieczyć interesów obligatariuszy. Warto wskazać, iż wielkość kwot i zasady kwalifikowania środków pieniężnych jako kapitał uzupełniający zależy od decyzji Komisji Nadzoru Finansowego, przy czym w każdym przypadku kwota ta podlega obowiązkowemu zmniejszeniu na koniec każdego roku trwania zobowiązania o 20% kwoty zaliczonej do funduszy własnych¹⁰.

Analizowana uchwała KNF nr 314/2009 przestała obowiązywać z dniem 31 grudnia 2010 w związku z wprowadzeniem uchwały KNF nr 434/2010¹¹. W konsekwencji przyjętej nowelizacji, banki spółdzielcze pozbawione zostały możliwości podwyższania funduszy podstawowych w drodze emisji papierów dłużnych, a środki pozyskane z emisji dokonanych na mocy poprzednio obowiązującej uchwały mogą być zaliczane do funduszy podstawowych w kwotach nie większych niż¹²:

- 35% wartości funduszy podstawowych (do 31 grudnia 2020 r.),
- 20% wartości funduszy podstawowych (do 31 grudnia 2030 r.),
- 10% wartości funduszy podstawowych (do 31 grudnia 2040 r.),
- 0% wartości funduszy podstawowych (po 31 grudnia 2040 r.).

Nowelizacja otoczenia regulacyjnego nie zmieniła jednak postanowień dotyczących stosowania obligacji w aspekcie podwyższania funduszy uzupełniających banku spółdzielczego. Zatem, w odniesieniu do sektora bankowości spółdzielczej obligacje są instrumentem umożliwiającym nie tylko pozyskanie finansowania zwrotnego, ale również metodą poprawy adekwatności kapitałowej. Osiągane w ramach emisji obligacji wzmocnienie kapitałowe zwiększa współczynniki wypłacalności banku spółdzielczego, gwarantując bezpieczeństwo funkcjonowania oraz sprzyjając ekspansji kredytowej.

Segment obligacji spółdzielczych w strukturze rynku Catalyst

Współtworzony przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie SA oraz spółkę BondSpot SA rynek Catalyst stanowi nowatorskie rozwiązanie, łączące w sobie cechy rynku regulowanego i rynku alternatywnego oraz platformy obrotu dla klientów detalicznych i hurtowych (rys. 1)¹³. Z punktu widzenia przedmiotu obrotu, jest to rynek dedykowany nieskarbowym instrumentom finansowym, wśród których organizator rynku wymienia:

- obligacje korporacyjne,

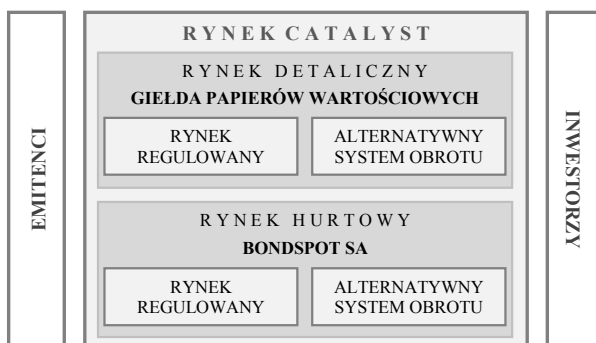
¹⁰ I. Gontarek, A. Dorosz: *Obligacje spółdzielcze na Catalyst*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA, Warszawa 2011, s. 15.

¹¹ Uchwała nr 434/2010 Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 20 grudnia 2010 r. w sprawie innych pozycji bilansu banku zaliczanych do funduszy podstawowych banku, ich wysokości, zakresu i warunków ich zaliczania do funduszy podstawowych banku.

¹² *Ibidem*.

¹³ K. Borowski: *Rozwój rynku obligacji nieskarbowych na przykładzie Catalyst*, [w:] *Kontrowersje wokół finansów*, red. T. Famulska, J. Nowakowski, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2011, s. 93–94.

- obligacje spółdzielcze,
- obligacje komunalne,
- listy zastawne.



Rysunek 1. Architektura rynku Catalyst

Źródło: opracowanie własne na podstawie: www.gpwcatalyst.pl (25.02.2012).

Obligacje spółdzielcze, których emitent ubiega się o wprowadzenie na rynek Catalyst, mogą być notowane w dwóch systemach – na rynku regulowanym oraz w alternatywnym systemie obrotu (ASO). Podstawową cechą rozróżniającą oba systemy jest stopień formalizacji procedury dopuszczającej do wskazanych obszarów notowań oraz charakter przeprowadzanej oferty. Wprowadzenie obligacji spółdzielczych na rynek regulowany wymaga od emitenta sporządzenia i zatwierdzenia przez Komisję Nadzoru Finansowego prospektu emisyjnego oraz skierowania oferty nabycia obligacji do co najmniej 100 inwestorów lub nieoznaczonego adresata (tzw. oferta publiczna). W odniesieniu do ASO – emitent zobowiązany jest przedstawić jedynie dokument informacyjny zgodny z regulaminem rynku oraz skierować ofertę nabycia instrumentów do maksymalnie 99 inwestorów (tzw. oferta prywatna). Alternatywny system obrotu jest zatem obszarem finansowania charakteryzującym się uproszczonymi i elastycznymi procedurami wprowadzenia instrumentów do obrotu oraz mniej restrykcyjnymi przepisami w zakresie uczestnictwa w tym systemie¹⁴.

Architektura rynku Catalyst ma stanowić odpowiedź na odmienne wymagania i oczekiwania uczestników polskiego rynku kapitałowego. Podział struktury Catalystu na segment prowadzony w formule rynku hurtowego oraz część dedykowaną detalicznej stronie rynku, wynika z wartości realizowanych transakcji. Na rynkach prowadzonych przez spółkę BondSpot występują określone wartości progowe – np. w zakresie minimalnej wartości jednej transakcji papierami dłużnymi (100 tys. zł), dopuszczalnej wartości transakcji pakietowej (o nominalne nie niższym niż 100 tys. zł), czy nominalnej wartości obligacji

¹⁴ I. Gontarek, A. Dorosz: *op.cit.*, s. 10–13; www.bondspot.pl (27.02.2012).

objętych wnioskiem o dopuszczenie do obrotu na rynku (minimalnie 5 mln zł). Co więcej, notowania realizowane w segmencie BondSpot pozbawione są ograniczeń co do wahań cen, istnieje możliwość zawierania transakcji negocjowanych oraz nie ma określonego kursu otwarcia¹⁵.

Warto wspomnieć, iż jednym z warunków dopuszczających obligacje spółdzielcze do obrotu na rynku Catalyst jest uzyskanie autoryzacji, rozumianej jako rejestracja emisji papierów dłużnych w systemie informacyjnym rynku oraz nałożenie na emitenta obowiązków związanych z przekazywaniem określonych regulaminem informacji, zarówno bieżących, jak i okresowych¹⁶. Proces ten ma szczególne znaczenie z punktu widzenia emitenta papierów dłużnych. Z chwilą uzyskania autoryzacji emitent staje się podmiotem publicznym, a więc transparentnym i odpowiedzialnym wobec otoczenia rynkowego i biznesowego, co bezpośrednio wpływa na zwiększenie jego wiarygodności i rozpoznawalności na rynku finansowym. Jednak przyznanie autoryzacji instrumentów wymaga od emitenta spełnienia dwóch regulaminowych warunków¹⁷:

- wartość emisji obligacji liczona według ceny nominalnej instrumentów wynosić powinna równowartość co najmniej 400 tys. euro,
- w stosunku do emitenta nie toczy się postępowanie upadłościowe czy likwidacyjne.

Rozwój zorganizowanego rynku obligacji spółdzielczych w Polsce na przykładzie platformy Catalyst¹⁸

Ocena dotychczasowych doświadczeń związanych z emisją obligacji spółdzielczych jest zadaniem niezwykle trudnym, z uwagi na krótki okres funkcjonowania tej części rynku dłużnych papierów wartościowych oraz brak działających w Polsce lub regionie rynków o podobnym profilu. W związku z powyższym, zaprezentowana zostanie statystyka rynku obligacji spółdzielczych z perspektywy dotychczasowych doświadczeń.

Pierwsze obligacje spółdzielcze zadebiutowały na rynku Catalyst 28 lipca 2010 roku. Były to papiery wartościowe 5 banków spółdzielczych¹⁹, których ofertę o łącznej wartości nominalnej 119 mln zł przygotował Dom Maklerski BPS SA. Jako cel emisji wskazano podniesienie poziomu kapitałów własnych, pozwalającego na intensyfikację akcji kredytowej

¹⁵ *Ibidem*.

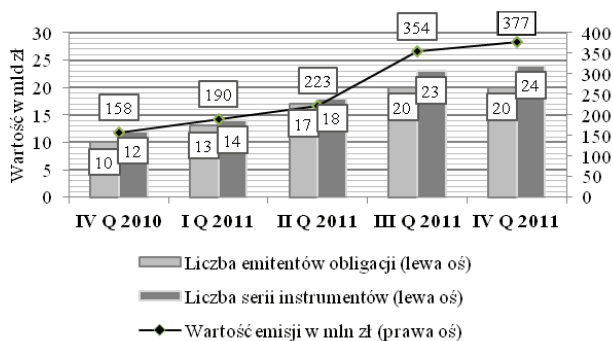
¹⁶ J. Mojak: *Prawo papierów wartościowych. Zarys wykładu*, Wydawnictwo LexisNexis, Warszawa 2010, s. 343.

¹⁷ www.gpwcatalyst.pl (styczeń 2011).

¹⁸ Analizowane dane dotyczące rynku Catalyst pochodzą z Biuletynów statystycznych Catalyst – www.gpwcatalyst.pl (29.02.2012).

¹⁹ Bank Polskiej Spółdzielczości SA (80 mln zł), Bank Spółdzielczy w Białej Rawskiej (5 mln zł), Orzesko-Knurowski Bank Spółdzielczy w Knurowie (7 mln zł), Podkarpacki Bank Spółdzielczy w Sanoku (25 mln zł) oraz Spółdzielczy Bank Rozwoju w Szpietowie (2 mln zł).

w sektorze klientów korporacyjnych i indywidualnych oraz pozyskanie przez emitentów środków finansowych na potrzeby bieżącej działalności statutowej banków²⁰.



Rysunek 2. Rynek obligacji spółdzielczych w Polsce w 2011 roku²¹

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Biuletynów statystycznych Catalyst*; www.gpwcatalyst.pl (29.02.2012).

W niespełna 6 miesięcy od momentu pionierskiej emisji obligacji spółdzielczych liczba emitentów dwukrotnie wzrosła, a w obrocie na rynku Catalyst znajdowało się 12 serii tych instrumentów (rys. 2). Na koniec 2010 roku skumulowana wielkość obrotów obligacjami spółdzielczymi osiągnęła wartość bliską 177 mln zł, przekraczając ówczesną wielkość rynku szacowaną na poziomie 158 mln zł.

W kolejnych miesiącach wzrostowy kierunek rozwoju rynku obligacji spółdzielczych został utrzymany. W 2011 roku do grona emitentów obligacji spółdzielczych dołączyło 10 podmiotów, które skierowały na rynek 13 serii instrumentów o łącznej wartości niemal 220 mln zł. Na koniec analizowanego okresu łączna wartość realizowanych transakcji papierami dłużnymi osiągnęła wartość 116 mln zł.

Analizując rynek obligacji spółdzielczych zauważalna jest jednolita struktura wyemitowanych walorów. Wszystkie instrumenty cechuje ta sama wartość nominalna (1000 zł), długookresowy termin realizacji świadczeń, zbliżony poziom oprocentowania oraz obszar notowań instrumentów – Alternatywny System Obrotu organizowany w formule rynku detalicznego (GPW).

Godny odnotowania jest również fakt, iż jedynie 2 serie z wyemitowanych w 2010 roku obligacji dotyczyły pozyskania funduszy zaliczanych do kapitałów uzupełniających (obligacje Banku Polskiej Spółdzielczości SA oraz Banku Spółdzielczego w Ostrowi Mazowieckiej). Pozostałe emisje zasilają fundusze podstawowe, a więc z punktu widzenia inwestora rynek walorów spółdzielczych cechuje wysoki poziom ryzyka inwestycyjnego,

²⁰ www.gpwcatalyst.pl (29.02.2012).

²¹ Dane na koniec każdego kwartału.

wynikającego z możliwości wstrzymania przez emitenta płatności odsetkowych. Fakt ten nie wpływa jednak na zainteresowanie walorami spółdzielczymi. Według analiz prowadzonych przez DM BPS, niemal 10% wszystkich transakcji realizowanych na rynku Catalyst dotyczy handlu obligacjami spółdzielczymi, a udział tych instrumentów w obrotach w alternatywnym systemie obrotu GPW sięga niemal 50%²².

Podsumowanie

W jednoznacznej ocenie rynku obligacji spółdzielczych przeszkodę stanowi niedługi okres jego funkcjonowania. Emisja obligacji, stwarzając bankom spółdzielczym szanse pozyskania stabilnych i długoterminowych funduszy niezbędnych dla szybszego rozwoju i poszerzenia oferty kredytowej, a także zwiększenia wiarygodności banku, stanowi istotny filar wsparcia rozwoju tego sektora. W ocenie przyszłości zorganizowanego rynku obligacji spółdzielczych istotne jest wskazanie na zaprezentowany w artykule dynamiczny wzrost zainteresowania rynkiem ze strony jego uczestników (emitentów i inwestorów) oraz zaangażowanie DM BPS SA w procesie emisji i promocji tego instrumentu wśród podmiotów sektora bankowości spółdzielczej²³.

Literatura

- Gontarek I., Dorosz A.: *Obligacje spółdzielcze na Catalyst*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA, Warszawa 2011.
- Instrumenty dłużne w gospodarce*, red. D. Czechowska, Wydawnictwa Fachowe CeDeWu, Warszawa 2010.
- Kontrowersje wokół finansów*, red. T. Famulska, J. Nowakowski, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2011.
- Kropiwnicki J.: *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, LexisNexis Polska sp. z o.o., Warszawa 2010.
- Mojak J.: *Prawo papierów wartościowych. Zarys wykładu*, Wydawnictwo LexisNexis, Warszawa 2010.
- Nawrot W.: *Rynek kapitałowy i jego rozwój*, Wydawnictwa Fachowe CeDeWu, Warszawa 2008.
- Pruski J.: *Wybrane aspekty funkcjonowania banków spółdzielczych w Polsce*, Forum Liderów Banków Spółdzielczych, Warszawa 2011 (www.bgf.pl).
- Uchwała Komisji Nadzoru Finansowego nr 314/2009 z dnia 14 października 2009 r. w sprawie innych pozycji bilansu banku zaliczanych do funduszy podstawowych banku, ich wysokości, zakresu i warunków ich zaliczania do funduszy podstawowych banku, Dz.Urz. KNF 2010, nr 1, poz. 1.
- Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach, DzU 2001, nr 120, poz. 1300 z późn. zm.

²² *Obligacje spółdzielcze – raport*, www.dmbps.pl (29.02.2012).

²³ www.dmbps.pl (29.02.2012).

Współczesna bankowość spółdzielcza, red. A. Szelańska, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2012.

www.dmbps.pl.

www.gpwcatalyst.pl.

mgr Maciej Pawłowski
mgr Dariusz Pauch
Uniwersytet Szczeciński
Wydział Zarządzania i Ekonomiki Usług
Katedra Finansów Przedsiębiorstwa

Streszczenie

Artykułu porusza problematykę wykorzystania obligacji w aspekcie wzrostu funduszy własnych podmiotów sektora bankowości spółdzielczej. W pierwszej części opracowania skoncentrowano się na omówieniu cech charakteryzujących obligacje spółdzielcze oraz omówiono warunki funkcjonowania obligacji spółdzielczych w strukturach rynku Catalyst. Analizę zagadnienia wzbogacono o prezentację dotychczasowych doświadczeń w sferze rynku spółdzielczych papierów dłużnych.

COOPERATIVE BANK BONDS ON THE CATALYST BOND MARKET

Summary

The article discusses the problem of the use of bonds as an instrument of own funds growth in cooperative banking sector entities. The first part of the paper focuses on the characteristics of cooperative bonds and discusses conditions of issuing cooperative bonds on the bond market Catalyst. The analysis is expanded by including the experience in the field of the cooperative market debt securities.

