

PIOTR WAŚNIEWSKI

WPLYW ZAKRESU UJAWNIENI NA IDENTYFIKACJĘ RYZYKA KREDYTOWEGO INWESTYCJI W OBLIGACJE KORPORACYJNE

Wprowadzenie

Emisja obligacji korporacyjnych staje się coraz popularniejszym sposobem zasilenia przedsiębiorstwa w kapitał niezbędny do rozwoju. Szczególnie w okresach spowolnienia gospodarczego oraz bessy na giełdzie, kiedy emisja akcji staje się o wiele mniej opłacalna, a dostęp do kredytów jest utrudniony. Przełożyło się to na dynamiczny rozwój giełdowej platformy handlu obligacjami CATALYST. Jednocześnie jest to również możliwość dla inwestorów na zdywersyfikowanie swoich inwestycji poprzez ulokowanie środków w dłużne papiery wartościowe, o mniejszym ryzyku, ale o dającej się przewidzieć rentowności. Inwestowanie w obligacje wiąże się z różnymi rodzajami ryzyka, między innymi z ryzykiem niewypłacalności emitenta w dniu wykupu obligacji. Celem artykułu jest ocena zakresu obowiązkowych i dobrowolnych ujawnień informacji z punktu widzenia możliwości identyfikacji ryzyka kredytowego inwestycji w obligacje korporacyjne na przykładzie spółek, których papiery zadebiutowały w roku 2012 na rynku CATALYST.

Specyfika inwestycji w obligacje korporacyjne

Zgodnie z definicją Ustawy o obligacjach, jest to papier wartościowy emitowany w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji (obligatariusza) i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia. Świadczenie może mieć charakter pieniężny lub niepieniężny (np. prawo do wymiany obligacji na akcje). Na rynku dostępnych jest wiele rodzajów obligacji nieskarbowych, podstawowy podział ze względu na emitenta dzieli je na obligacje korporacyjne (emitowane przez podmioty gospodarcze posiadające osobowość prawną) oraz komunalne (emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego lub związki tych jednostek). Inny podział dzieli obligacje ze względu na długość okresu do wykupu na krótkoterminowe (o okresie od daty emisji do daty wykupu nie dłuższym niż jeden rok), średnioterminowe (o okresie wykupu od 1 roku do 5 lat) oraz długoterminowe (o okresie wykupu powyżej 5 lat). Kolejna klasyfikacja dzieli obligacje ze względu na konstrukcję oprocentowania na obligacje o stałym oprocentowaniu, obligacje o zmiennym oprocentowaniu oraz obligacje zero kuponowe (dyskontowe). Opro-

centowanie zmienne równe jest sumie stopy bazowej (WIBOR 3M, 6M lub 12M) i marży, czyli różnicy między oprocentowaniem obligacji a stopą bazową.

Inwestycja w papiery wartościowe dłużne, jakimi są obligacje, różni się od inwestowania w udziałowe papiery wartościowe (akcje). Spowodowane jest to ich charakterystyką, ale także wynika z historycznych uwarunkowań, dostępności oraz płynności tych papierów. W tabeli 1 zaprezentowano podstawowe różnice pomiędzy inwestycjami w akcje a obligacje.

Tabela 1

Różnice między akcjami a obligacjami z punktu widzenia inwestora

Akcje	Obligacje
Papier wartościowy udziałowy	Papier wartościowy dłużny
Nabywca staje się współwłaścicielem firmy, akcje dają prawo do udziału w zyskach	Nie dają obligatariuszowi prawa do majątku emitenta
Dają prawo uczestnictwa w walnych zgromadzeniach akcjonariuszy	Nie dają prawa uczestnictwa do zgromadzenia akcjonariuszy oraz reprezentacji w organach statutowych spółki
Nabywca uzyskuje wpływ na decyzje zarządce	Nie dają wpływu na zarządzanie emitentem
Przychody z inwestycji zależą od wielu czynników, bardzo trudne do przewidzenia	Przychody z inwestycji dość łatwe do obliczenia i przewidzenia

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Przewodnik dla inwestorów – Obligacje na rynku Catalyst*, GPW w Warszawie SA, Warszawa 2011.

Należy również wskazać różnice pomiędzy inwestowaniem w obligacje a inną popularną formą lokowania środków pieniężnych w postaci zakładanych lokat bankowych. Obie są uznawane za bezpieczne, choć inwestycja w obligacje w porównaniu do lokat bankowych objęta jest wyższym ryzykiem kredytowym. Pod innymi względami różnią się one w sposób zasadniczy. Główną zaletą obligacji w tym porównaniu jest wyższa z reguły rentowność. Zaletami lokat są z pewnością: gwarancja zwrotu gotówki (do 100 tys. EUR) ze strony Bankowego Funduszu Gwarancyjnego, brak lub bardzo niskie ryzyko płynności oraz zmiany cen, a także uprzywilejowanie wobec innych wierzycieli. Możliwość szybkiego wyjścia z inwestycji w obligacje uzależniona jest od stopnia płynności danego papieru¹.

Popyt na obligacje korporacyjne ze strony inwestorów zależy od podaży w postaci ich emisji przez liczne grono spółek, co powoduje, że dla zrozumienia całości problemu ważne jest wskazanie przyczyn korzystania przez przedsiębiorstwa z tej drogi zdobywania kapitału. Zaletą emisji klasycznych obligacji (oprocentowanie jako jedyna forma świad-

¹ *Przewodnik dla inwestorów – Obligacje na rynku Catalyst*, GPW w Warszawie SA, Warszawa 2011, s. 19.

czenia), jako formy finansowania kapitałem obcym, jest niski koszt finansowania przedsiębiorstwa, gdyż płatności odsetkowe z tytułu oprocentowania są jako koszty finansowe odpisywane od podstawy opodatkowania². Minusem emisji obligacji jest niepewność co do ostatecznej wysokości wpływów, w związku z trudnością oszacowania popytu na te papiery. Z punktu widzenia inwestora wadą jest nieznaną sytuacja finansowa emitenta w momencie wykupu obligacji. Przy zestawieniu możliwości zdobycia finansowania przez przedsiębiorstwa poprzez emisję obligacji lub kredyt bankowy wskazuje się na przewagę tego pierwszego źródła z kilku powodów. Po pierwsze, nie jest uzależnione od polityki kredytowej banków, w tym także banków-matek narzucających politykę zależnym bankom w innych krajach. Nie wymaga również pełnego zabezpieczenia pożyczanej kwoty. Wartość kapitału zdobytego przez emisję obligacji jest potencjalnie nieograniczona³. Obligacje emitowane na okres krótszy niż jeden rok mogą stanowić wygodne źródło finansowania działalności bieżącej, jak również inwestycyjnej⁴. Często zdarza się, że przedsiębiorstwa korzystają z rolowania długu, czyli w miejsce wykupywanych obligacji plasują na rynku nową emisję o zbliżonej wartości. Dzięki temu zapewniają sobie stały dopływ środków finansowych, co pozwala na zachowanie płynności finansowej na odpowiednim poziomie⁵.

W procesie inwestowania w obligacje korporacyjne, niezbędna jest szczegółowa analiza wyników finansowych emitenta oraz ocena możliwości skutecznej realizacji zamierzonych zadań⁶. Podstawowym dokumentem związanym z emisją obligacji jest propozycja nabycia wraz z warunkami emisji. Znajdują się tam wszelkie informacje dotyczące technicznych oraz prawnych warunków emisji – świadczenia, wartość emisyjna oraz nominalna obligacji, warunki wykupu, wysokość i forma zabezpieczeń, wartość zaciągniętych przez firmę zobowiązań oraz ich perspektywę aż do wykupu, a także cel emisji (niezmienny) o ile jest znany oraz wszelkie informacje, które pozwolą zainteresowanym na ocenę efektów wydatkowania środków z emisji oraz mogą wpłynąć na wywiązanie się emitenta z zobowiązań wynikających z emisji. Zabezpieczenie majątkowe jest w interesie przyszłych nabywców obligacji, do najczęściej stosowanych należą: hipoteka na nieruchomości, poręczenie, zastaw, gwarancja czy nawet poręczenia cywilno-prawne osób fizycznych. Fakt zabezpieczeń (pełne, częściowe, brak) wpływają na ryzyko inwestycji. Na przychody inwestora w okresie trwania inwestycji w daną obligację składają się:

- odsetki lub otrzymane przy zakupie dyskonto,

² S. Antkiewicz: *Pozyskiwanie kapitału poprzez emisję obligacji korporacyjnych*, [w:] *Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa*, M. Panfil, Difin, Warszawa 2008, s. 285.

³ A. Pawłowska, M. Pawłowski: *Rynek Catalyst z perspektywy emitentów korporacyjnych*, [w:] *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Rynki finansowe*, red. K. Jajuga, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2011, s. 139.

⁴ T.A. Galbarczyk: *Rola emisji obligacji w pozyskiwaniu środków na finansowanie działalności*, [w:] *Zarządzanie finansami. Inwestycje i wycena przedsiębiorstw*, red. D. Zarzecki, Szczecin 2010, s. 557.

⁵ A. Adamczyk: *Finansowanie działalności gospodarczej*, [w:] *Vademecum dyrektora finansowego*, red. W. Gos, Polska Akademia Rachunkowości SA, Warszawa 2010.

⁶ S. Antkiewicz: *op.cit.*, s. 310.

- zysk kapitałowy realizowany przy sprzedaży obligacji na rynku wtórnym lub jej wykupie w przypadku, gdy cena sprzedaży lub cena wykupu jest wyższa od ceny nabycia,
- przychód z reinwestowania odsetek.

Najpopularniejszymi stosowanymi miarami rentowności inwestycji w obligacje są: bieżąca stopa zwrotu (*current yield*, wyliczana według wzoru: suma rocznych kwot płatności kuponowych/cena nabycia obligacji), stopa zwrotu w terminie do wykupu oraz marża efektywna.

Podsumowując, inwestowanie w obligacje różni się od innych form lokowania środków pieniężnych. Podstawowe różnice wynikają z oczekiwanej rentowności, w tym pewności zwrotu oraz potencjalnych ryzyk. Popularność konkretnych form inwestycji zależy od nastawienia inwestora do ryzyka czy horyzontu czasowego inwestycji, choć wymóg zdysyplikowania inwestycji powoduje, że każde z trzech wymienionych rozwiązań powinno być wykorzystywane, ale zapewne w różnym stopniu.

Ryzyko inwestycji w obligacje korporacyjne

Inwestowanie w dłużne papiery wartościowe, a szczególnie w korporacyjne, związane jest nierozdzielnie z licznymi rodzajami ryzyka. Wynikają one z charakteru prawnego obligacji, powiązania z sytuacją otoczenia, ale są także związane z charakterystyką i uosobieniem inwestora. Ryzyka występujące przy okazji inwestowania w obligacje to⁷:

- a) ryzyko stopy procentowej – wynika z zależności rentowności oraz bieżącej ceny obligacji od wysokości stóp procentowych;
- b) ryzyko reinwestycji – wynika z niezgodności horyzontu czasowego inwestora oraz okresu od emisji do wykupu obligacji. Wynika z tego potrzeba dostosowania strategii inwestycyjnej do charakterystyki rynku i konkretnych papierów wartościowych;
- c) ryzyko kredytowe – prawdopodobieństwo niewywiązania się emitenta z zobowiązań wynikających z emisji obligacji. Inaczej mówiąc jest to ryzyko wszelkich opóźnień w płatności odsetek oraz spłaty kapitału:
 - *recovery ratio* – wskazuje, ile środków odzyska inwestor w przypadku braku spłaty obligacji przez emitenta. Poziom tego wskaźnika zależy od wysokości zabezpieczeń obligacji (np. Hipoteka, zastaw rejestrowy, gwarancja Skarbu Państwa), ich bieżącej i prognozowanej wyceny,
 - *default ratio* – wskazuje, jakie jest szacunkowe prawdopodobieństwo zdarzenia skutkującego brakiem spłaty zobowiązań z obligacji. Wartość tego wskaźnika zależy od bieżącej i prognozowanej sytuacji ekonomiczno-finansowej emitenta;

⁷ *Przewodnik dla inwestorów...*, s. 37–40.

- d) ryzyko przedterminowego wykupu – prawdopodobieństwo ogłoszenia przedterminowego wykupu obligacji przez emitenta;
- e) ryzyko inflacji – prawdopodobieństwo zdarzenia, że zmiana poziomu inflacji nie pozwoli na osiągnięcie zakładanej stopy zwrotu w danym horyzoncie czasowym;
- f) ryzyko walutowe – związane jest z inwestycją w papiery wartościowe nominowane w walutach obcych;
- g) ryzyko płynności – wynika z możliwości fizycznego przeprowadzenia transakcji sprzedaży obligacji po danej, aktualnej cenie rynkowej, co uwarunkowane jest dostępnością wystarczającej ilości podmiotów po stronie popytowej i podażowej,
- h) ryzyko „ryzyka” – oznacza możliwość pominięcia przez inwestora w ocenie ryzyka istotnych ryzyk związanych z danym instrumentem⁸.

Zdecydowana większość z wyżej wymienionych ryzyk związana jest z sytuacją na rynku, jest więc niezależna od samej spółki. Inwestorzy podczas analizy tych rodzajów ryzyka wykorzystują informacje z różnych źródeł nie pochodzących od przedsiębiorstw. Wyjątkiem jest ryzyko kredytowe związane z możliwością powstania problemów z wykupieniem przez emitenta obligacji. Ryzyko to może i powinno być poddane analizie w celu jego zminimalizowania. W celu zabezpieczenia się przez utratą części lub całości zainwestowanych środków finansowych ocena ryzyk wynikających z inwestycji w dane obligacje powinna zawierać zapoznanie się z między innymi z następującymi charakterystykami, na podstawie informacji prezentowanych przez emitentów⁹:

- opis czynników ryzyka podanym przez emitenta,
- posiadana i wdrażana strategia rozwoju, cele strategiczne,
- bieżąca i prognozowana sytuacja emitenta,
- opis rynku, na którym działa emitent (między innymi otoczenie konkurencyjne, sezonowość, perspektywy rozwoju rynku),
- jakość zarządzania emitenta.

W dalszej części artykułu opisane są minimalne wymagania stawiane spółkom w zakresie ujawnień informacji przez regulacje giełdowe i inne zapisy prawne, a badaniu podlegnie także zakres tych ujawnień u spółek, których papiery zadebiutowały na platformie Catalyst w okresie styczeń–luty 2012 roku.

Obowiązki informacyjne dla dłużnych instrumentów finansowych

Oczekiwany, minimalny zakres ujawnień informacji przez spółki wynika z uregulowań rynku Catalyst oraz innych uregulowań prawnych. Rynek instrumentów dłużnych Catalyst, uruchomiony 30 września 2009 roku przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie oraz spółkę z jej grupy kapitałowej BondSpot, to nowatorskie rozwiązanie

⁸ *Ibidem*, [za:] F. Fabozzi: *Rynki obligacji. Analizy i strategie*, Wydawnictwo Finansowe WIG-Press, Warszawa 2000, s. 10.

⁹ *Ibidem*, s. 14.

łącznie w sobie cechy rynku regulowanego i rynku alternatywnego oraz platformy obrotu dla klientów detalicznych (w tym inwestorów indywidualnych) i hurtowych. Rynek ten pozwala inwestorom na dywersyfikację ryzyka z inwestycji poprzez umożliwienie zakupu mniej ryzykownych od akcji papierów wartościowych, a firmom oraz samorządom nowe źródło finansowania działalności i rozwoju oraz zaistnienie na rynku publicznym. Catalyst zapewnia płynność obrotu oraz bezpieczeństwo, dzięki gwarancji rozliczeń transakcji przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych. Struktura Catalyst jest dopasowana do potrzeb bardzo zróżnicowanych grup emitentów – od małych przedsiębiorstw i jednostek samorządowych aż po duże przedsiębiorstwa i jednostki samorządu terytorialnego, co daje inwestorom szerokie możliwości wyboru instrumentów do swojego portfela inwestycyjnego.

Przedmiotem obrotu na Catalyst są następujące dłużne instrumenty finansowe:

- obligacje korporacyjne, których emitentami są przedsiębiorstwa oraz instytucje finansowe,
- obligacje komunalne, których emitentami są jednostki samorządu terytorialnego (np. miasta, gminy),
- obligacje spółdzielcze, których emitentami są banki spółdzielcze,
- obligacje skarbowe, których emitentem jest Skarb Państwa,
- listy zastawne.

Istnieją trzy zasadnicze sposoby zaistnienia na Catalyst: autoryzacja obligacji, emisja na alternatywnym rynku obrotu (ASO) oraz emisja poprzez rynek regulowany. Zgodnie z regulacjami Catalyst, obligacje mogą być przedmiotem obrotu na rynku regulowanym, jeżeli:

- został sporządzony i zatwierdzony przez KNF prospekt emisyjny (lub memorandum emisyjne dla emisji do 12 miesięcy o wartości mniejszej niż 2,5 mln EUR),
- zbywalność obligacji jest nieograniczona,
- w stosunku do emitenta nie toczy się postępowanie upadłościowe lub likwidacyjne,
- wartość obligacji wprowadzanych na rynek podstawowy wynosi min. 1 mln EUR/4 mln zł.

Emitentem obligacji korporacyjnych może być spółka akcyjna, spółka z ograniczoną odpowiedzialnością oraz spółka komandytowo-akcyjna, a jednym z wymogów jest posiadanie zaudytowanych ksiąg (sprawozdań finansowych). Ze sporządzania prospektu emisyjnego zwolnione są jednostki samorządu terytorialnego. Zakres informacji, które muszą być zamieszczone w prospekcie, bądź memorandum emisyjnym wynika z rozporządzenia nr 809/2004 Komisji Europejskiej, ustawy o ofercie publicznej oraz właściwych rozporządzeń. Prospekt zawiera podstawowe informacje o emitencie oraz emisji. Analiza informacji z prospektu przez potencjalnego inwestora powinna opierać się na analizie ryzyka oraz analizie potencjalnej rentowności, a także ocenie bieżącej kondycji finansowej oraz przyszłych możliwości spłaty zobowiązań. Podstawowe dane to umożliwiające to: opis czynników ry-

zyka, informacje o audytorze ksiąg, dane finansowe, zarys działalności spółki, informacje o tendencjach, prognozy wyników, sprawozdania finansowe oraz dane o wprowadzanych instrumentach finansowych. W przypadku wprowadzania emisji do Alternatywnego Systemu Obrotu wystarczy sporządzenie i udostępnienie dokumentu informacyjnego, którego zawartość i zakres ujawnień wymienione są w załączniku do regulaminu ASO. Nie wymaga on zatwierdzenia, ale emitent jest odpowiedzialny za rzetelność i kompletność wszystkich informacji w nim zawartych¹⁰.

Warte odnotowania w kontekście zakresu ujawnień jest, że zgodnie z §3 Regulaminem Alternatywnego Systemu Obrotu (ASO) emitenci, którzy posiadają inne instrumenty finansowe dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym nie są zobowiązane do sporządzania dokumentu informacyjnego, o ile emitent przedstawi do publicznej wiadomości notę zawierającą podstawowe informacje o emisji: cel, wielkość, wartość nominalną, warunki wykupu, wartość zaciągniętych przez emitenta zobowiązań itp¹¹. Trzeba jednak zauważyć, że duża ilość ujawnień informacji jest wymagana od tych spółek przez Regulamin Giełdy, co sprawia, że ilość dostępnych informacji jest relatywnie wysoka.

Dodatkowe informacje są dostępne w formie raportów bieżących i okresowych zamieszczanych na stronie internetowej rynku. Raporty te powinny być sporządzane w sposób umożliwiający ocenę wpływu przekazywanych informacji na sytuację gospodarczą, majątkową oraz finansową emitenta, a także wpływających na ryzyko prowadzonej działalności. Emitenci są zobowiązani do publikacji rocznych audytowanych sprawozdań finansowych. Szczegółowe zakresy informacji są określane w regulaminie giełdy oraz regulaminie ASO. Na podstawie tych wszystkich danych potencjalny inwestor jest w stanie ocenić potencjalną rentowność oraz ryzyka dotyczące inwestycji.

Na rynku Catalyst notowanych jest 268 serii obligacji, z czego 178 serii obligacji korporacyjnych (wraz z listami zastawnymi) wyemitowanych przez 79 podmiotów. Łączna wartość emisji obligacji korporacyjnych to 34,18 mld zł¹². Godne odnotowania są jeszcze dwie ze statystyk dotyczących rynku – wartość obrotów sesyjnych obligacjami korporacyjnymi to 304,81 mln zł, a liczba transakcji obligacjami korporacyjnymi w roku 2011 wyniosła 11 352¹³.

Na koniec IV kwartału 2011 roku wartość papierów dłużnych wyemitowanych przez banki, przedsiębiorstwa i jednostki samorządu terytorialnego przekroczyła 97 mld zł, co oznacza wzrost w ciągu roku o 45% (wzrost w ciągu ostatniego kwartału o 8,2%). Wartość obligacji przedsiębiorstw (o okresie zapadalności powyżej 365 dni) wyniosła na koniec IV kwartału 2011 roku 24,2 mld zł, zwiększyła się w ciągu roku o 37,6%, a w ciągu

¹⁰ *Przewodnik dla potencjalnych emitentów. Obligacje korporacyjne na Catalyst*, GPW w Warszawie, Warszawa 2011, s. 24.

¹¹ Rozdział 4, oddział 3, Załącznik nr 1 do Regulaminu ASO.

¹² www.gpwcatalyst.pl (24.02.2012).

¹³ Biuletyn statystyczny CATALYST 2011, www.gpwcatalyst.pl.

ostatniego kwartału o 19,1%¹⁴. Rynek obligacji staje się coraz popularniejszy, także wśród przedsiębiorstw notowanych na giełdzie. Jest to dla nich sposób na zdobycie finansowania bez konieczności oddawania dalszej kontroli nad spółką lub rozładniwania udziałów. W pierwszej połowie 2011 roku spółki giełdowe zdobyły niemal tyle samo środków z emisji obligacji, co z akcji – w sumie z obu źródeł po około 4,5 mld zł¹⁵.

Korzystanie z rynku Catalyst pozwala na osiągnięcie licznych korzyści, zarówno przez emitentów, jak i inwestorów. Zaletami dla wystawców obligacji są: możliwość zdobycia nowego źródła finansowania działalności, rynkowa wycena obligacji, budowa wiarygodnego wizerunku oraz promocja i rozpoznawalność na rynku. Korzyściami dla inwestorów są z pewnością aktualność wycen papierów, pełny dostęp do informacji o emitencie, standaryzacja oferty pozwalająca na porównywalność ofert oraz pewność płynności obrotu.

Identyfikacja zakresu ujawnień informacji przez badane spółki

W ocenie ryzyka kredytowego ze strony emitentów dłużnych papierów wartościowych ważne jest zbadanie ich sytuacji finansowej i majątkowej, a także ocena innych czynników, które mogą mieć wpływ na prawdopodobieństwo wykupu obligacji w zaplanowanym terminie. Istotne jest, aby ocena ta nie zamknęła się tylko na ocenie historycznych danych finansowych, równie ważne (lub nawet ważniejsze) okazać się mogą informacje dotyczące przyszłości, takie jak posiadanie strategii rozwoju i jej zasadność, czy też pragmatyczne i realne podejście do oceny ryzyk związanych z działalnością przedsiębiorstwa. Także wskazanie, czy też opis rynku, na którym funkcjonuje firma może być wskazówką przy ocenie. Im więcej informacji mówiących o przyszłości (także prognoz finansowych), ale przy realnych założeniach, tym większa szansa dla potencjalnego inwestora na podjęcie racjonalnej i przemyślanej decyzji co do inwestycji. Część czynników ryzyka zdyskontowanych będzie w proponowanym przez emitenta oprocentowaniu obligacji, ale jest to tylko jeden z czynników na to oprocentowanie wpływających. Biorąc pod uwagę subiektywność opinii o przyszłej kondycji firm i jej determinantach nie ma to proporcjonalnego przełożenia na koszty zdobycia finansowania przez wystawców obligacji. Pewne jest za to, że jednym z czynników ograniczających ryzyko kredytowe jest posiadanie statusu spółki giełdowej. Notowanie na innych rynkach GPW powoduje u emitentów wymóg dostosowania polityki informacyjnej do giełdowych uregulowań, które wskazują minimum informacji prezentowanych inwestorom. Pozwala to na głębsze analizy, w tym na porównywanie między przedsiębiorstwami. Status spółki publicznej daje również wizerunek spółki zaufanej oraz pewien stopień bezpieczeństwa inwestycji, wynikający z faktu wielorazowego badania firmy przez liczne podmioty z otoczenia rynkowego.

Ocena przyszłej kondycji finansowej firmy jest dość trudna. Wymaga odnalezienia i oceny generatorów przyszłej wartości przedsiębiorstw, które będą mieć największy

¹⁴ www.fitchpolska.com.pl.

¹⁵ K. Ostrowska, C. Adamczyk: *Modne papiery dłużne*, „Rzeczpospolita” z 20.07.2011 r.

wpływ na osiągnięte przez nie wyniki finansowe. Trzeba zaznaczyć, że są one specyficzne, a więc i różne, dla każdego podmiotu. Zostało jednak zauważone, że nośniki (determinanty) wartości można podzielić na pewne grupy, a jedną z propozycji podziału zaprezentował A. Rappaport w sposób następujący¹⁶:

- operacyjne (stopa wzrostu przychodów ze sprzedaży, stopa zysku operacyjnego, stopa podatku dochodowego),
- inwestycyjne (inwestycje w aktywa trwałe, kapitał obrotowy),
- finansowe (koszt kapitału, struktura kapitału),
- ogólny nośnik wartości, czyli strategiczny okres wzrostu (okres przewagi konkurencyjnej).

W dalszej części artykułu zaprezentowane zostanie uproszczone podejście do oceny przyszłej wypłacalności emitentów obligacji i determinant ich wartości, w oparciu o analizę informacji publikowanych przez samych emitentów. W tabeli 2 zaprezentowano grupę podmiotów objętą badaniem, jaką są przedsiębiorstwa, których obligacje zadebiutowały na rynku Catalyst w okresie pomiędzy 1 stycznia a 24 lutego 2012 roku, a także podstawowe dane związane z tą emisją, takie jak jej wartość, terminy debiutu oraz wykupu oraz bieżące oprocentowanie w badanym okresie.

Tabela 2

Nowi emitenci obligacji korporacyjnych w 2012 roku według stanu na 24.02.2012 rok

Lp.	Nazwa Emitenta	Data debiutu	Data wykupu	Wartość emisji (tys. zł)	% w bieżącym okresie odsetkowym
1.	GIEŁDA PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W WARSZAWIE	4.01.2012	2.01.2017	245 000	6,17
2.	PLATINUM PROPERTIES GROUP	10.01.2012	31.10.2012	3 110	11,4
3.	MIRACULUM	11.01.2012	7.05.2013	4 775	13,76
4.	ZAKŁADY PRZETWÓRSTWA MIĘSNEGO HENRYK KANIA	12.01.2012	7.11.2013	5 000	11,28
5.	WŁODARZEWSKA	18.01.2012	2.06.2013	21 000	11,96
6.	RELIGA DEVELOPMENT	19.01.2012	30.09.2013	2 226	14
7.	HYGIENIKA	20.01.2012	31.07.2013	2 389	12,01
8.	GC INVESTMENT	24.01.2012	29.04.2014	17 500	12,42
9.	TIMBERONE	3.02.2012	11.10.2013	1 855	12
10.	EAST PICTURES	9.02.2012	20.12.2013	735	14
11.	E-KANCELARIA GRUPA PRAWNO-FINANSOWA	21.02.2012	10.11.2012	1 950	9,23
12.	ODRATRANS	23.02.2012	28.11.2014	60 000	8,95

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.gpwcatalyst.pl.

¹⁶ Cyt. [za:] G. Gołębiowski, P. Szczepankowski: *Analiza wartości przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2007.

Łatwo dostrzegalne jest bardzo duże zróżnicowanie pomiędzy warunkami emisji poszczególnych papierów wartościowych. Najmniejsza tegoroczna emisja (East Pictures) w wysokości 735 tys. zł stanowi 0,3% największej emisji, sporządzonej przez Giełdę Papierów Wartościowych (245 mln zł), ale większość emisji miało wielkość w zakresie 1–5 mln zł. Okresy między debiutem a datą wykupu to w większości 12–24 miesiące (siedem emisji), choć dwie emisje mają okres krótszy niż rok, a kolejne 3 – dłuższy niż dwa lata (w tym GPW SA o najdłuższym okresie wynoszącym pięć lat). Także w zakresie oprocentowania różnice są znaczne, najniższe z nich (dla obligacji GPW SA) jest ponad dwukrotnie niższe od oprocentowań najwyższych (East Pictures i GC Investment).

Większość z firm objętych badaniem notowanych jest na giełdzie, zarówno na rynku głównym, jak i na New Connect, z czego wynikają wymagania informacyjne im stawiane. Firmy giełdowe mają w porównaniu z pozostałymi dużo bogatsze w treści strony internetowe, na których zawarte są chociażby sprawozdania finansowe. Na podstawie dokumentów, not informacyjnych oraz innych danych zamieszczonych na stronie rynku oraz stronach emitentów sporządzono poniższe zestawienie ujawnień informacji, mających wpływ na opinię o obecnej i przyszłej kondycji finansowej, co służy ograniczeniu ryzyka kredytowego inwestorów. Zestawienie to przeprowadzono w podziale na dwie grupy – spółki notowane na rynkach regulowanych (rynek główny GPW czy New Connect).

Zakres ujawnień informacji zamieszczonych na stronach internetowych emitentów – spółek publicznych

Wszystkie wymienione w tabeli 2 przedsiębiorstwa, których obligacje zadebiutowały w styczniu lub lutym 2012 roku na rynku Catalyst prowadziły strony internetowe, na których informowały o prowadzonej działalności. Istnieją jednak duże różnice w zakresie dostępności informacji na poszczególnych stronach, co wynika częściowo z uregulowań prawnych (przykładowo regulaminy i kodeksy dobrych zachowań spółek publicznych) oraz z prowadzonej polityki informacyjnej w zakresie ujawnień informacji nieobjętych wyżej wymienionymi uregulowaniami. W tabeli 3 zamieszczono zestawienie podstawowych informacji o spółkach publicznych z badanej grupy podmiotów i prowadzonej przez nie działalności pod kątem oceny ich przyszłej wartości na podstawie informacji zamieszczonych przez same spółki na własnych stronach internetowych.

Wymienione spółki publikują również noty informacyjne o prowadzonej emisji, jako że spółki te lokowały swoje obligacje na ASO. Noty te zawierają podstawowe informacje o emisji (wartość, ceny nominalne, cel, data wykupu, zabezpieczenia, poziom zobowiązań), które to informacje mogą mieć wpływ na ocenę ryzyka kredytowego. Jedynie GPW publikuje także pełen prospekt emisyjny obligacji, co wynika z obrotu tymi obligacjami na rynku regulowanym (oprócz ASO). Wnioski z analizy tych dokumentów, a także krótkie komentarze co do różnic w zakresie ujawnień informacji z tabeli 3 znajdują się poniżej (brak stopniowania odpowiedzi jest niesprawiedliwy dla spółek o najwyższym stopniu otwartości w wymianie informacji z otoczeniem).

Tabela 3

Podstawowe ujawnienia informacji na stronach internetowych nowych emitentów na Catalyst w 2012 roku, którzy mają status spółki publicznej

Lp.	Nazwa Emitenta	Notowanie na rynku*	Strategia	Opis rynku	Opis ryzyka	Sprawozdania finansowe
1.	GPW W WARSZAWIE	GPW	Tak	Tak	Tak	Tak
2.	PPG	NC	Tak	Nie	Nie	Tak
3.	MIRACULUM	GPW	Nie	Nie	Nie	Tak
4.	RELIGA DEVELOPMENT	NC	Tak	Tak	Nie	Tak
5.	HYGIENIKA	GPW	Nie	Nie	Nie	Tak
6.	GC INVESTMENT	NC	Tak	Nie	Nie	Tak
7.	EAST PICTURES	NC	Tak	Tak	Nie	Tak
8.	E-KANCELARIA	NC	Tak	Tak	Nie	Tak

* Posiadanie papierów notowanych na jednym z rynków giełdowych: GPW – oznacza rynek główny Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, NC – oznacza rynek New Connect.

Źródło: opracowanie własne na podstawie stron internetowych emitentów.

Ad 1. Strategia zawarta na stronie spółki została szeroko opisana, wraz z wymienionymi czynnikami istotnymi dla rozwoju firmy. Zaprezentowany został również rozległy opis rynku oraz szczegółowy opis ryzyk grożących spółce. Ilość informacji jest imponująca, zwłaszcza w porównaniu z innymi podmiotami objętymi badaniem. Spółka publikuje na stronie także wybrane wyniki finansowe (Przychody ze sprzedaży: 225,6 mln – wzrost o 13,1%; Zysk netto 94,8 mln zł – spadek o 5,8%, EBITDA 122,6 mln zł (54,3%) – wzrost o 16,7%; ROE 22,1%; Stopa zadłużenia 6,1%; Wskaźnik płynności (akt.obr./zob. kr.) 7,6%). Celem emisji jest zakup Towarowej Giełdy Energii SA, brak ustanowionego zabezpieczenia. Prospekt emisyjny zawiera bardzo dużo informacji o spółce, prowadzonej działalności, strategii, rynku, przewagach konkurencyjnych, sytuacji finansowej itp., co powoduje, że zakres ujawnień jest największy wśród przebadanych przedsiębiorstw.

Ad 2. Strategia spółki została szeroko opisana, jest ona podzielona na cztery główne obszary funkcjonowania spółki oraz cele im przypisane. Cel emisji nieznan, zabezpieczenie w formie zastawu na posiadanych akcjach.

Ad 3. Jedyna informacja na stronie internetowej dotyczy misji przedsiębiorstwa. Brak innych podstawowych informacji. Cel emisji nieznan, zabezpieczenie w formie zastawu na znakach towarowych.

Ad 4. Spółka publikuje na stronie opis rynku, strategię rozwoju, a także prognozy finansowe ze słownym uzasadnieniem, choć zamieszczone sprawozdania finansowe są nieco nieaktualne, gdyż ostatnie dotyczą pierwszego kwartału 2011 roku. Celem emisji jest podwyższenie wkładu własnego w inwestycji deweloperskiej spółki, zabezpieczenie w formie hipoteki, załączono operat szacunkowy wyceny danej nieruchomości.

Ad 5. Spółka, mimo faktu posiadania statusu spółki publicznej oraz bycia notowaną na rynku głównym GPW, rozczarowuje ilością informacji zawartych na stronie internetowej. Brak jest informacji o prowadzonej strategii, ryzykach związanych z działalnością, misji czy opisu rynku. Zamieszczono jedynie wyniki za rok 2010 (przychody 36 424 tys. zł, strata netto 2707 tys. zł). Celem emisji jest sfinansowanie działalności bieżącej spółki, brak ustanowionego zabezpieczenia. Podwyższa to z pewnością ryzyko kredytowe.

Ad 6. Strategia spółki opisana została w trzech założeniach, dodatkowo wymieniono siedem celów strategicznych. Brak celu emisji, zabezpieczeniem prawo użytkowania wieczystego gruntu.

Ad 7. Celem emisji jest sfinansowanie produkcji filmów, brak jednak zabezpieczenia. W nocie wymienione zostały czynniki ryzyka, co odróżnia ją od innych not.

Ad 8. Strona internetowa zawiera historię spółki z wymienionymi „kamieniami milowymi” dla jej rozwoju, informacje o rynku działania, prognozy finansowe spółki wraz z raportem biegłego rewidenta z badania tej prognozy, strategię rozwoju z głównymi założeniami na rok 2012, jak również wymienione korzyści z inwestycji w obligacje spółki oraz wybrane wyniki finansowe za 2011 i 2010 rok (przychody ogółem – odpowiednio 12 102 644 zł i 7 009 540 zł, zysk netto – 406 257 zł i 811 562 zł). Jeden z najszerszych zakresów ujawnień informacji z przebadanych spółek, godny polecenia innym. W nocie informacyjnej bardzo szeroko opisano czynniki ryzyka towarzyszące spółce, celem emisji jest sfinansowanie bieżącej działalności spółki, w głównej mierze zakup portfeli wierzytelności. Brak jest jednak zabezpieczenia.

Podsumowując, brakuje na niektórych stronach internetowych podmiotów objętych badaniem podstawowych informacji, niezbędnych do oceny przyszłej wartości. Niestety braki te dotyczą spółek publicznych, co wydaje się być niedopuszczalne w kontekście relacji inwestorskich. Karygodne jest nieopisanie strategii rozwoju przedsiębiorstw, podobnie niewłaściwe jest niewskazanie ryzyk czy brak opisu rynku. Sugeruje to dwie sytuacje: albo przedsiębiorstwa nie chcą dzielić się tymi informacjami z obawy przed np. konkurencją, co z kolei skutkuje ujemnie w oczach potencjalnych inwestorów, albo też spółki te są nieświadome grożących im ryzyk, nie znają rynku działania, bądź, co najgorsze nie posiadają strategii rozwoju. Brak tych informacji ujemnie działa na ryzyko kredytowe, podnosząc je w sposób zasadniczy. Powoduje również uzasadnione obawy co do możliwości tworzenia przyszłej wartości. Braki te nie muszą oczywiście wpłynąć na przyszłą wypłacalność, ale obniżają one ocenę badanych spółek. Należy również zauważyć, że dwie spółki, które opublikowały najwięcej informacji, charakteryzują się jednymi z najniższych oprocentowań obligacji (GPW – 6,17%, E-Kancelaria – 9,23%). Nie zanotowano jednak takich przełożeń u spółek z najwęższą polityką informacyjną, nie wszystkie oprocentowania ich obligacji należały do najwyższych wśród badanych, co sugeruje istnienie innych czynników mocniej determinujących to oprocentowanie. Bardzo dużo danych do dalszego badania ryzyka kredytowego znajduje się w sprawozdaniach finansowych, jest to jednak podstawowe źródło informacji o zakresie dość typowym dla wszystkich spółek giełdowych, w związku z czym

nie ma potrzeby badania różnic w zakresie ujawnień informacji. Ważną informacją jest brak zastrzeżeń ze strony audytora co do ryzyka prowadzenia dalszej działalności, a także jego opinia o rzetelności prowadzonej sprawozdawczości i prawdziwości zawartych w nim informacji.

Zakres ujawnień informacji w spółkach nie notowanych na innych rynkach

Drugą grupą wydzieloną z podmiotów objętych badaniem są przedsiębiorstwa, które w dniu emisji nie posiadały instrumentów finansowych notowanych na innych rynkach regulowanych. Powoduje to, że nie dotyczy ich zapis o uproszczonej formie dokumentu informacyjnego, zawierającego dane o prowadzonej emisji oraz o spółce emitencie. W tabeli 4 zaprezentowano pierwszą część analizy zakresu ujawnień informacji przez te spółki na podstawie badania ich stron internetowych.

Tabela 4

Podstawowe ujawnienia informacji na stronach internetowych pozostałych nowych emitentów na Catalyst w 2012 roku

Lp.	Nazwa Emitenta	Strategia	Opis rynku	Opis ryzyk	Sprawozdania finansowe
1.	ZPM H. KANIA	Nie	Nie	Nie	Nie
2.	WŁODARZEWSKA	Nie	Nie	Nie	Nie
3.	TIMBERONE	Nie	Nie	Nie	Tak
4.	ODRATRANS	Nie	Nie	Nie	Nie

Źródło: opracowanie własne na podstawie stron internetowych emitentów.

Z przeprowadzonej analizy wynika, że właściwie żadna z tych firm nie ujawnia podstawowych danych na swoich stronach internetowych. Wyjątkiem jest prezentacja sprawozdania finansowego wraz z opinią biegłego przez spółkę Timberone. Podkreślić jednak trzeba, że przedsiębiorstwa te nie mają narzuconych wymagań co do zakresu informacji na stronach, jest to jedynie wyraz ich dobrej woli i ukłonu w stronę potencjalnych inwestorów. Wszystkie wymienione w tabeli informacje, jak również wiele innych (równie ciekawych w kontekście oceny ryzyka kredytowego inwestycji), znajdują się jednakowoż w dokumentach informacyjnych, opublikowanych na stronie internetowej rynku (www.gpwcatalyst.pl). Zawierają one informacje m.in. o czynnikach ryzyka, posiadanych przewagach konkurencyjnych, strategiach rozwoju, zobowiązaniach, które mogą mieć wpływ na sytuację finansową, jak również podstawowe informacje o emisji oraz sprawozdania finansowe emitentów. Poniżej krótkie spostrzeżenia na temat zakresów ujawnień tych dokumentów, zwłaszcza tych mogących mieć wpływ na ryzyko kredytowe.

Ad 1. Cel emisji nie został określony, brak jest zabezpieczenia. Zaprezentowano w dokumencie proces produkcyjny wyrobów emitenta.

Ad 2. Dokument wskazuje za cel emisji zakup gruntów pod inwestycje budowlane oraz realizację inwestycji, a formą zabezpieczenia będzie ustanowienie hipotek na działkach będących w posiadaniu spółki. Opisany został bank ziemi będący własnością spółki.

Ad 3. Spółka nie określiła celu emisji, zabezpieczenie w postaci hipoteki na dwóch nieruchomościach. Brak innych „ciekawych” ujawnień informacji.

Ad 4. Nie określono celu emisji. Zabezpieczenie w formie hipoteki oraz ustanowienia zastawu na „barkach pchanych” oraz „pchaczach śródlądowych”.

Zbadane spółki nie wyszły, poza nielicznymi wyjątkami, poza zakres minimum ujawnień informacji wynikający z regulacji ASO oraz samej GPW. Sam fakt zawarcia racjonalnego celu oraz zabezpieczeń w razie roszczeń jest wskazówką w ocenie ryzyka kredytowego, a wszelkie pozostałe informacje są w tej ocenie bardzo potrzebne.

Podsumowanie

Inwestowanie w dłużne papiery wartościowe wymaga wielowymiarowej oceny ryzyka takiej inwestycji. Analiza otoczenia rynkowego, uwarunkowań oprawnych czy prognozy makroekonomiczne są niezależne od potencjalnego wyboru konkretnych instrumentów, co powoduje, że wnioski z tej analizy są uniwersalne. Poważnym ryzykiem indywidualnym dla każdej obligacji jest ryzyko kredytowe emitenta, mówiące o potencjalnym zagrożeniu jego wypłacalności w przyszłości, szczególnie w dniu wykupu obligacji. Jedną z form oceny tego ryzyka jest analiza zakresu ujawnień informacji przez spółki – emitentów, mających potencjalny wpływ na przyszłą ich wartość. Zestawienie osiągniętych przez spółki wyników finansowych, czy też porównanie bieżących kondycji finansowych są dość proste ze względu na ilość informacji w tym zakresie u każdej z przebadanych spółek w postaci obszernych sprawozdań finansowych wraz z ocenami biegłych rewidentów. Jednak spójność zakresu ujawnień danych finansowych jest utrudnieniem, gdyż nie pozwala na wskazanie spółek o mniejszym lub większym ryzyku kredytowym w zakresie prowadzonej polityki informacyjnej o charakterze finansowym. Podobnie rzecz się ma z prezentacją ważnych dla potencjalnego inwestora informacji w kontekście oceny przyszłej wartości, to jest strategii rozwoju, ryzyk działalności czy opis rynku. W wyniku badania zauważono braki w zakresie ujawnień nawet na stronach spółek publicznych, których papiery notowane są na regulowanych rynkach giełdowych. Stwarza to zagrożenie dla potencjalnych inwestorów, powodując wzrost ryzyka kredytowego, gdyż nie wiadomo, czy spółki posiadają takie charakterystyki, ale ich nie ujawniają, czy też są wręcz nieświadome konieczności ich posiadania. Ważnymi ujawnieniami informacji w kontekście ryzyka kredytowego są również cele emisji oraz formy zabezpieczenia obligacji. Wskazanie celu emisji jest ważną wskazówką w kontekście oceny strategii działania czy celów w okresie czasu trwania emisji. Wymóg niezmienności celów emisji wynikający z uregulowań prawnych powoduje, że podanie informacji o nich może zmniejszać ryzyko niewypłacalności emitenta. Podsumowując, zakres ujawnień informacji przez emitentów obligacji wpływa dość mocno na możliwości identyfikacji ryzyka

kredytowego inwestycji w te papiery wartościowe, co powinno przełożyć się na większe nimi zainteresowanie. Prawdopodobne jest, choć wymagałoby to rozszerzonych badań zależności statystycznych, że potencjalni inwestorzy zgodziliby się na niższe oprocentowanie obligacji w przypadku papierów firm o szerokich zakresach ujawnień informacji, gdyż ocenialiby oni ryzyko kredytowe inwestycji jako niższe w porównaniu do obligacji firm o skąpej polityce informacyjnej.

Literatura

- Adamczyk A.: *Finansowanie działalności gospodarczej*, [w:] *Vademecum dyrektora finansowego*, red. W. Gos, Polska Akademia Rachunkowości SA, Warszawa 2010.
- Antkiewicz S.: *Pozyskiwanie kapitału poprzez emisję obligacji korporacyjnych*, [w:] *Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa*, red. M. Panfil, Difin, Warszawa 2008.
- Biuletyn statystyczny CATALYST 2011, www.gpwcatalyst.pl.
- Galbarczyk T.A.: *Rola emisji obligacji w pozyskiwaniu środków na finansowanie działalności*, [w:] *Zarządzanie finansami. Inwestycje i wycena przedsiębiorstw*, red. D. Zarzecki, Szczecin 2010.
- Gołębiewski G., Szczepankowski P.: *Analiza wartości przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2007.
- Ostrowska K., Adamczyk C.: *Modne papiery dłużne*, „Rzeczpospolita” z 20.07.2011 r.
- Pawłowska A., Pawłowski M.: *Rynek Catalyst z perspektywy emitentów korporacyjnych*, [w:] *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Rynki finansowe*, red. K. Jajuga, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2011.
- Przewodnik dla inwestorów – Obligacje na rynku Catalyst*, GPW w Warszawie SA, Warszawa 2011.
- Przewodnik dla potencjalnych emitentów. Obligacje korporacyjne na Catalyst*, GPW w Warszawie, Warszawa 2011, Rozdział 4 Regulaminu Alternatywnego Systemu Obrotu.
- www.fitchpolska.com.pl.

mgr Piotr Waśniewski
Uniwersytet Szczeciński

Streszczenie

Inwestycja w obligacje korporacyjne związana jest z licznymi rodzajami ryzyka. Część z nich dotyczy całego rynku, a ocena jest niezależna od kondycji emitenta. Różne jest za to ryzyko kredytowe, związane z ryzykiem opóźnień wypłaty odsetek oraz spłaty kapitału. Ocena zakresu ujawnień informacji przez emitentów jest pomocna przy identyfikacji tego ryzyka. Zakres ujawnień dotyczy kondycji finansowej przedsiębiorstwa, ale także jego strategii, opisu ryzyk czy rynku i wielu innych czynników. Wpływ mają także cel emisji oraz jej zabezpieczenia.

**INFLUENCE OF EXPOSURE RANGE ON CREDIT RISK IDENTIFICATION
IN CORPORATE BONDS INVESTMENT****Summary**

Investment in corporation bonds is associated with numerous risks. Some of them concern the whole market, and their estimation does not depend on issuer's condition. The credit risk related to interest payout and repayment delay is different. Evaluation of issuers' information exposure range helps to identify that risk. Exposure range concerns company's financial situation, but also its strategy, description of risks or market and many more factors. The aim of issuance and its financial security also have influence.