

### **RYZYKO KREDYTOWE OBLIGACJI KORPORACYJNYCH NOTOWANYCH NA RYNKU CATALYST**

---

---

#### **Wprowadzenie**

Kryzys finansowy, wywołany bańką spekulacyjną na amerykańskim rynku nieruchomości pod koniec pierwszej dekady XXI wieku, skłonił inwestorów do poszukiwania nowych możliwości inwestowania. Takimi nowymi obszarami lokowania środków pieniężnych stały się wówczas złote i srebrne monety kolekcjonerskie, obrazy, rzeźby i inne dzieła sztuki, wino, zegarki, porcelana, znaczki pocztowe itp. Nastąpił znaczny odpływ kapitału z rynków finansowych, który doprowadził wiele przedsiębiorstw do problemów z dostępem do źródeł finansowania, skutecznie zablokował realizację planowanych przez nie przedsięwzięć inwestycyjnych.

Dla wielu, zwłaszcza młodych, przedsiębiorstw brak dostępu do kapitału stał się istotną barierą w ich rozwoju. Zjawisko to dotyczyło przede wszystkim przedsiębiorstw, które wyczerpały już kapitały własne, a finansowanie zewnętrzne jeszcze nie było dla nich dostępne (wobec kryzysu banki zaostryżyły wewnętrzną politykę kredytową, a ponadto w 2012 r. zostały wprowadzone nowe regulacje dotyczące wymogów kapitałowych i zarządzania ryzykiem w bankach działających transgranicznie – tzw. Porozumienie Bazylejskie III).

Odpowiedzią na problemy z dostępem do kapitału było powstanie w Polsce w roku 2009 rynku obligacji korporacyjnych, tzw. *Catalyst*. Dla polskich przedsiębiorstw miał on być alternatywą dla kredytu bankowego oraz szansą dywersyfikacji źródeł finansowania. Z kolei dla inwestorów instytucjonalnych i indywidualnych obligacje korporacyjne miały stać się innowacyjnym i bardziej dochodowym od lokat bankowych instrumentem finansowym, umożliwiającym osiągnięcie relatywnie wysokich stóp zwrotu przy niskim ryzyku.

---

\* Państwowa Wyższa Szkoła Zawodowa w Koninie.

W ostatnich latach zauważalne jest zwiększone zainteresowanie inwestycjami w obligacje przedsiębiorstw ze strony inwestorów indywidualnych. Duże emisje organizowane w 2017 r. przez takie przedsiębiorstwa jak PKN Orlen, Best czy GPW zakończyły się sukcesem. Przy rekordowo niskim oprocentowaniu lokat bankowych, obligacje korporacyjne stanowią ciekawą alternatywę inwestycyjną, kuszącą ponadprzeciętnym zyskiem. Trzeba pamiętać jednak, że nie jest to inwestycja wolna od ryzyka. W historii młodego rynku Catalyst wiele razy zdarzało się już bowiem, że obligacje nie zostały wykupione z powodu kłopotów finansowych emitentów.

Celem artykułu jest ocena ryzyka obligacji korporacyjnych notowanych na rynku Catalyst oraz identyfikacja sygnałów, których poprawne odczytanie może pomóc inwestorom przewidzieć pogorszenie sytuacji finansowej lub upadłość emitenta.

### Ryzyko inwestowania w obligacje

Każda inwestycja na rynku pieniężnym lub kapitałowym wiąże się z ryzykiem, które inwestor musi zaakceptować, lokując swoje pieniądze w konkretne instrumenty finansowe. Podstawowa reguła inwestowania głosi, że im wyższa jest oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji, tym wyższe jest ryzyko poniesienia straty. Podstawowe pytanie, na które powinien odpowiedzieć sobie każdy inwestor, brzmi: „Jak wysokie ryzyko inwestycji jestem w stanie zaakceptować?”. W zależności od udzielonej odpowiedzi posiadacz kapitału może ulokować go na lokacie bankowej, w obligacjach skarbowych, **obligacjach korporacyjnych** lub akcjach.

Kolejność wymienionych instrumentów nie jest przypadkowa. Każdy z nich charakteryzuje się coraz wyższym stopniem ponoszonego ryzyka, a co za tym idzie – wyższą oczekiwaną stopą zwrotu z inwestycji. Inwestorzy, którzy chcą zarobić więcej niż na lokacie, jednocześnie ryzykując mniej niż inwestując w akcje, mogą wybrać instrument o pośrednim poziomie ryzyka. Za takie uznawane są **obligacje korporacyjne**. Należy w tym miejscu zaznaczyć, że ryzyko z nimi związane nie jest jednakowe w każdym przypadku.

Wyróżnia się dwa podstawowe rodzaje ryzyka inwestycji w obligacje<sup>1</sup>:

- 1) ryzyko kredytowe,
- 2) ryzyko stopy procentowej.

---

<sup>1</sup> F.J. Fabozzi, *Rynki obligacji. Analiza i strategie*, Wydawnictwo Finansowe WIG-PRESS, Warszawa 2000, s. 6.

Ryzyko kredytowe jest związane z emitentem obligacji. Oznacza ono możliwość niedotrzymania warunków wypłaty świadczeń pieniężnych przez emitenta<sup>2</sup>. Niedotrzymanie warunków może polegać na niespłaceniu odsetek w określonym terminie lub niespłaceniu wartości nominalnej danej serii obligacji w terminie wykupu.

Biorąc pod uwagę **ryzyko kredytowe**, należy mieć na uwadze to, że obligacja to nic innego jak dług przedsiębiorstwa zaciągnięty wobec inwestora. Ten rodzaj ryzyka jest więc związany z niedotrzymaniem warunków emisji (tzw. default), a skutkiem jego wystąpienia może być niewypłacenie odsetek od obligacji lub niewypłacenie wartości nominalnej w terminie wykupu obligacji. Przed dokonaniem zakupu inwestor powinien przede wszystkim ocenić poziom ryzyka wypłacalności emitenta, który w głównej mierze zależy od jego wyników finansowych, historii i doświadczenia.

Istnieje wiele metod oceny ryzyka kredytowego, a jedną z najpopularniejszych jest tzw. **rating** ustalany przez takie agencje ratingowe, jak: Fitch Ratings, Moody's oraz Standard & Poor's. Rating polega na przydzieleniu każdej ocenianej obligacji kategorii ratingowej. Przedstawiona jest ona z reguły w postaci litery lub kombinacji liter i znaków i wskazuje właśnie na poziom ryzyka niedotrzymania warunków<sup>3</sup>.

Pojęcie ryzyka kredytowego jest szersze niż niedotrzymanie warunków emisji. Może się bowiem okazać, że emitent wywiązuje się ze swoich obowiązków wobec obligatariuszy, lecz wartość obligacji spada z powodu pogorszenia się kondycji finansowej emitenta (np. spadek płynności przy znaczącym wzroście zadłużenia). Wzrasta wówczas ryzyko związane z emitentem, co oznacza, że wzrasta wymagana stopa dochodu, a tym samym następuje spadek ceny obligacji.

Ryzyko stopy procentowej występuje jako ryzyko ceny lub ryzyko reinwestowania. Ryzyko ceny występuje w sytuacji, gdy inwestor nie przetrzymuje obligacji do terminu wykupu, lecz sprzedaje je przed tym terminem. Ryzyko to objawia się w następujący sposób:

- 1) wzrost stopy procentowej na rynku oznacza spadek zrealizowanej stopy dochodu, wynikający ze spadku ceny sprzedaży obligacji,
- 2) spadek stopy procentowej na rynku oznacza wzrost zrealizowanej stopy dochodu, wynikający ze wzrostu ceny sprzedaży obligacji.

<sup>2</sup> K. Jajuga, *Zarządzanie ryzykiem*, PWN, Warszawa 2007, s. 23.

<sup>3</sup> K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje. Instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, PWN, Warszawa 2015, s. 124.

Ryzyko reinwestowania wynika z faktu konieczności reinwestowania odsetek. Warunkiem zrealizowania stopy dochodu w terminie do wykupu (*yield to maturity*, YTM) jest reinwestowanie odsetek po stopie procentowej równej stopie dochodu. Jeśli stopa reinwestowania będzie inna niż YTM, wówczas zmieni się również zrealizowana stopa dochodu. Ryzyko reinwestowania charakteryzuje się tym, że w przypadku wzrostu oczekiwanej stopy zwrotu na rynku, wzrasta również zrealizowana stopa dochodu. Gdy na rynku spada wartość oczekiwanej stopy zwrotu, wówczas maleje zrealizowana stopa zwrotu z inwestycji<sup>4</sup>.

Pozytywnym aspektem rynku obligacji korporacyjnych jest fakt, iż zdecydowana większość obligacji to papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu opartym na stopie WIBOR oraz dodatkowej stałej marży. Pozwala to na częściowe uniknięcie ryzyka stopy procentowej.

## Rynek obligacji w Polsce

Obrót obligacjami korporacyjnymi w Polsce jest realizowany w ramach dwóch równoległe funkcjonujących segmentów rynku wtórnego<sup>5</sup>:

- 1) na rynku niezorganizowanym, formułowanym przez instytucje finansowe,
- 2) na rynku zorganizowanym, prowadzonym w formule Catalyst.

Wymieniony jako pierwszy – rynek niezorganizowany – zostanie pominięty w dalszych rozważaniach. Wynika to z trudności w dostępie do informacji, na podstawie których można zdiagnozować procesy przebiegające w tym obszarze rynku wtórnego.

Odmierna sytuacja dotyczy rynku Catalyst, zorganizowanego systemu obrotu instrumentami dłużnymi emitowanymi przez przedsiębiorstwa, banki komercyjne i banki spółdzielcze oraz gminy. Rynek Catalyst **obejmuje: detaliczny rynek regulowany i alternatywny system obrotu (ASO) prowadzone przez GPW S.A. oraz analogiczne rynki hurtowe prowadzone przez BondSpot S.A.** Są one przeznaczone dla różnych rodzajów emisji (ze względu na wielkość i charakterystykę) oraz różnych typów inwestorów (indywidualnych i instytucjonalnych)<sup>6</sup>.

Regulacje prawne, które zostały wprowadzone w Polsce 29 lipca 2005 r. (ustawa o *obrocie instrumentami finansowymi*) dotyczyły trzech obszarów rynku obligacji: nadzoru nad nim, rynku pierwotnego i rynku wtórnego. Ich uchwalenie

---

<sup>4</sup> Ryzyko inwestycji w obligacje korporacyjne, <http://bestcapital.pl/ryzyko-inwestycji-w-obligacje-korporacyjne/> (stan na dzień 25.02.2018).

<sup>5</sup> M. Pawłowski, *Możliwości finansowania małych i średnich przedsiębiorstw na rynku obligacji – próba oceny*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 799, Szczecin 2014, s. 456.

<sup>6</sup> Ibidem, s. 456.

wpłynęło istotnie na zwiększenie swobody w pozyskiwaniu kapitału, prezentowaniu oferowanych papierów wartościowych i emitenta w dokumencie ofertowym. Zmiany te zwiększyły efektywność rynku, zdynamizowały jego rozwój oraz zachęciły krajowych i zagranicznych inwestorów oraz emitentów do korzystania z polskiego rynku instrumentów dłużnych<sup>7</sup>.

Zmiany te znalazły potwierdzenie w danych statystycznych. Polski rynek długu od początku swojego istnienia jest niekwestionowanym liderem wśród państw regionu Europy Środkowo-Wschodniej. Zgodnie z danymi za 2016 r., opublikowanymi przez Federation of European Securities Exchanges (FESE), łączna liczba instrumentów dłużnych, notowanych na Catalyst na koniec 2016 r. wyniosła 566 serii, dzięki czemu polski rynek jest aż o 392,2% większy od drugiego pod względem liczby notowanych instrumentów – rynku czeskiego<sup>8</sup>.

W latach 2016-2017 pojawiły się emisje spółek notowanych na Głównym Rynku GPW, w tym między innymi: Famur, Polska Grupa Odlewnicza, PCC Rokita czy Polska Grupa Farmaceutyczna. Ponadto atrakcyjne źródło pozyskania kapitału upatrywały w Catalyst także przedsiębiorstwa działające w branży nowoczesnych technologii (Medicalgorithmics, Braster). Te obserwacje potwierdzają, że debiut na rynku Catalyst daje spółkom szansę na zdobycie zaufania inwestorów i otwiera drzwi do nowych możliwości pozyskiwania kapitału.

W oparciu o statystyki FESE średni roczny wzrost liczby obligacji notowanych na Catalyst w latach 2010-2016 wyniósł 26,7%, co przełożyło się na 313,1% wzrost w całym okresie funkcjonowania rynku. Dla porównania rynek czeski w okresie 2010-2016 wzrósł zaledwie o 8,5%. Dane te potwierdzają silną pozycję polskiego rynku papierów dłużnych na tle państw Europy Środkowo-Wschodniej<sup>9</sup>.

### **Analiza ryzyka kredytowego polskich obligacji korporacyjnych w latach 2013-2017**

Większość emitentów obligacji korporacyjnych notowanych na rynku Catalyst terminowo reguluje swoje zobowiązania wobec inwestorów<sup>10</sup>. Inwestycja w obligacje przedsiębiorstw nie jest jednak pozbawiona ryzyka. Analiza

<sup>7</sup> B. Orliński, *Obligacje korporacyjne jako źródło pozyskiwania kapitału dla małych i średnich przedsiębiorstw*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 799, Szczecin 2014, s. 443.

<sup>8</sup> *Raport Catalyst w 2016 roku. Podsumowanie i perspektywy*, Doradztwo Transakcyjne Grant Thornton, Warszawa 2017, s. 11.

<sup>9</sup> *Ibidem*, s. 12.

<sup>10</sup> *Jak często emitenci obligacji korporacyjnych nie splacają swoich zobowiązań?*, <http://bestcapital.pl/jak-czesto-emitenci-obligacji-korporacyjnych-nie-splacaja-swoich-zobowiazan/> (stan na dzień 25.02.2018).

funkcjonowania rynku obligacji korporacyjnych w okresie 2013-2017 dostarcza dowodów na to, że inwestorzy nabywający obligacje korporacyjne są narażeni na wysokie ryzyko kredytowe.

Rynek Catalyst został uruchomiony 30 września 2009 r. Jest to zatem rynek bardzo młody i w pierwszych latach jego funkcjonowania sytuacje, w których emitent obligacji korporacyjnych nie spłacał swoich zobowiązań w terminie, były rzadkością. Można wskazać dwie główne przyczyny takiego stanu rzeczy:

- 1) na nowym rynku nie było notowanych wiele emisji obligacji,
- 2) okres zapadalności obligacji korporacyjnych wynosił zazwyczaj od dwóch do trzech lat. Z tego powodu w pierwszych latach funkcjonowania rynku emitenci spłacali odsetki, a nie pożyczony kapitał.

Do końca 2012 r. kłopoty ze spłatą zobowiązań miało 7 spółek, których obligacje były notowane na rynku Catalyst (ZPS Krzętle, Anti, PolsportGroup, Fojud, Budostal-5 i Religa Development)<sup>11</sup>.

Łączna wartość problematycznych dla inwestorów emisji stanowiła niespełna 0,3% wszystkich emisji obligacji korporacyjnych notowanych na Catalyst. Jednak dopiero rok 2013 okazał się prawdziwym testem wypłacalności emitentów. Pierwsza połowa roku obfitowała w informacje o braku płynności spółek z rynku Catalyst. W styczniu 2013 r. spółka Fast Finance nie wykupiła w terminie całości emisji. Spółka tłumaczyła to opóźnienie problemami ze ściąganiem należności. Od początku roku problemy ze spłatą odsetek miał TimberOne. W marcu spółka złożyła do sądu wnioski o ogłoszenie upadłości likwidacyjnej. Także w marcu opóźnienie w spłacie odsetek zanotował Ideon. W kwietniu spółka wystąpiła z wnioskiem o upadłość układową. Wiosną 2013 r. spółka Gant Development miała problemy z terminową spłatą odsetek i wykupem kolejnych emisji obligacji. W maju Miraculum nie wykupiło części obligacji, obiecując spłatę do końca czerwca. Opóźnienie spółka tłumaczyła problemami ze ściąganiem należności i przesunięciem się w czasie spodziewanego dokapitalizowania. Także w maju swoich obligacji nie wykupiła spółka Widok Energia. W czerwcu swoich obligacji w terminie nie wykupiły spółki Vedia oraz MEW.

Szczególnie trudnym okresem dla rynku Catalyst okazały się lata 2014 i 2015. Do końca 2014 r. problemy z terminową spłatą świadczeń z obligacji miało 39 emitentów, którzy wyemitowali łącznie 51 serii obligacji, co stanowiło 6,83% wszystkich wprowadzonych na Catalyst emisji i 1,22% ich wartości. Łączna wartość emisji problematycznych sięgnęła w 2014 r. 453,9 mln zł,

---

<sup>11</sup> *Jak często emitenci...?*, op. cit., (stan na dzień 25.02.2018).

z czego aż 81,0% było związane z niewykupieniem obligacji bądź niewypłaceniem odsetek głównie na skutek braku środków finansowych, co w niektórych przypadkach (około 19,5%) kończyło się złożeniem wniosku o upadłość<sup>12</sup>.

Rok 2015 zaczął się od złożenia wniosku o ogłoszenie upadłości likwidacyjnej przez Uboat Line. Wkrótce płatności przestał obsługiwać też VIG oraz ZM Mysław. Ciosem dla rynku było złożenie wniosku o ogłoszenie upadłości e-Kancelarii, której obligacje – sprzedane głównie detalicznym inwestorom – miały wartość 35 mln zł. Bolesnie odczuli oni również stratę blisko 72 mln zł ulokowanych w obligacjach PCZ, który długo mienił się firmą o relatywnie niskim zadłużeniu i satysfakcjonującej rentowności. Ostatecznie co szósta obligacja (16,7%) z detalicznej części Catalyst, która zapadała w 2015 r., nie została spłacona<sup>13</sup>.

Odsetek niewykupionych emisji, czyli defaultów, na detalicznej części rynku był więc bardzo wysoki. Na tyle wysoki, że część drobnych inwestorów, wcześniej entuzjastycznie nastawionych do rynku, odwróciła się od obligacji korporacyjnych.

Wśród emisji, które zapadały w roku 2016, nie spłacono 3,6% zadłużenia (tyle samo, co w roku 2015). Znacznie wzrósł natomiast udział niewykupionych obligacji wśród najmniejszych emisji, kierowanych głównie do inwestorów detalicznych. Na prawie 2,59 mld zł długu firm, wygasającego w 2016 r., emitenci nie wykupili obligacji o wartości 92,2 mln zł. Warto zaznaczyć, że na koniec III kwartału 2016 r. udział niewykupionych emisji wynosił aż 5,5%. Niezmiennie około co piąta emisja nie była spłacana w terminie. I tak wśród 114 wygasających w 2016 r. serii obligacji firmy nie wykupiły 20 z nich. Stanowiło to 17,5%, wobec 20% przed rokiem<sup>14</sup>.

Indeks niewykupionych papierów dłużnych – DefaultRate – publikowany przez portal Obligacje.pl, zakończył rok 2016 wyraźnie poniżej średnich z ostatnich trzech lat, które wynosiły 5,3% według wartości defaultów i 19,1% według ich liczby (Wykres 1).

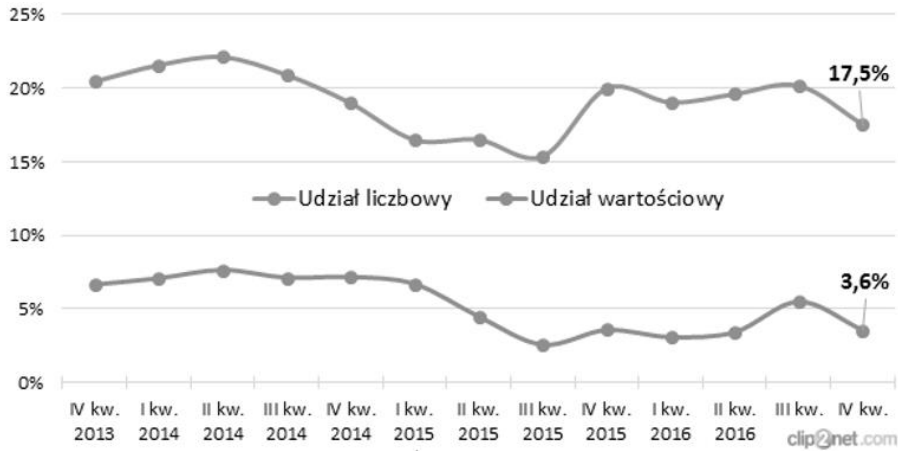
---

<sup>12</sup> *Raport Catalyst: rynek obligacji w 2014 roku*, Doradztwo Transakcyjne Grant Thornton, Warszawa 2017, s. 47.

<sup>13</sup> E. Szweđa, *Rok 2015 na Catalyst: więcej emisji i defaultów*, <https://obligacje.pl/pl/a/2015-r-na-catalyst-wiecej-emisji-i-defaultow> (stan na dzień 26.02.2018)(stan na dzień 26.02.2018).

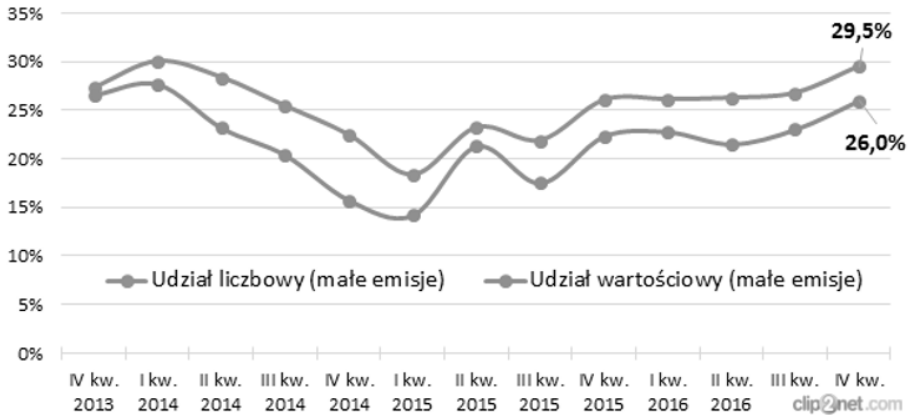
<sup>14</sup> M. Sadrak, *W 2016 r. firmy nie wykupiły obligacji za 92,2 mln zł*, <https://obligacje.pl/pl/a/indeks-default-rate-w-2016-r-firmy-nie-wykupily-obligacji-za-92-2-mln-zl> (stan na dzień 10.02.2018).

Wykres 1. Wartości indeksu DefaultRate dla rynku Catalyst w latach 2013-2016



Źródło: M. Sadrak, *W 2016 r. firmy nie wykupiły obligacji za 92,2 mln zł*, <https://obligacje.pl/pl/a/indeks-default-rate-w-2016-r-firmy-nie-wykupily-obligacji-za-92-2-mln-zl> (stan na dzień 10.02.2018).

Wykres 2. Wartości indeksu DefaultRate dla emisji o wartości do 10 mln zł w latach 2013-16



Źródło: M. Sadrak, *W 2016 r. firmy nie wykupiły obligacji za 92,2 mln zł*, <https://obligacje.pl/pl/a/indeks-default-rate-w-2016-r-firmy-nie-wykupily-obligacji-za-92-2-mln-zl> (stan na dzień 10.02.2018).

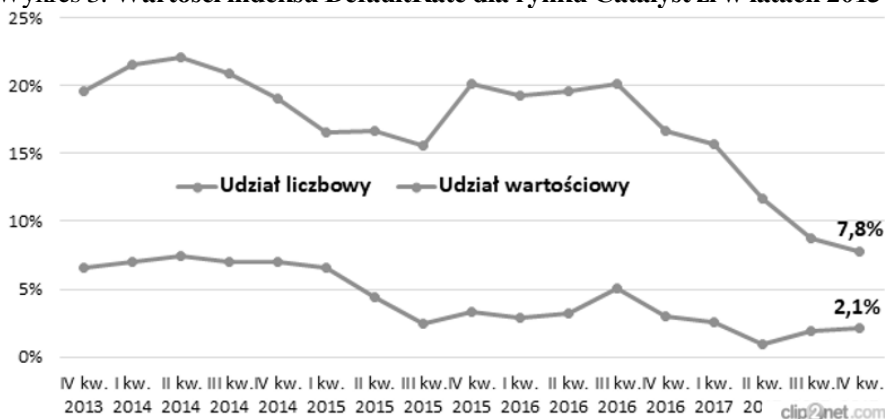
Niemal wszystkie niewykupione emisje w 2016 r. miały wspólny mianownik. Były to relatywnie małe emisje do 10 mln zł, które trafiły do portfeli inwestorów detalicznych. I w tej części rynku statystyki wyglądały najgorzej od I połowy 2014 r., gdy o 12-miesięcznym indeksie decydowały wspomniane



wcześniej problemy Ganta, Religi Development czy Widok Energii. Wśród emisji nie większych niż 10 mln zł w 2016 r. defaulty stanowiły blisko jedną trzecią zapadających obligacji. Nie wykupiono bowiem 18 serii na 68,6 mln zł, co dawało 29,5% oraz 26% udziału odpowiednio ilościowego i wartościowego w tej części rynku<sup>15</sup> (Wykres 2).

Niewykupione w 2017 r. obligacje o wartości 194,8 mln zł stanowiły 2,1% wygasającego w tym czasie długu (Wykres 3).

Wykres 3. Wartości indeksu DefaultRate dla rynku Catalyst zł w latach 2013-17



Źródło: M. Sadrak, *Firmy nie wykupiły obligacji na rekordowe 194,8 mln zł*, <https://obligacje.pl/pl/a/indeks-default-rate-firmy-nie-wykupily-obligacji-na-rekordowe-194-8-mln-zl>, (stan na dzień 10.02.2018).

Rekordowy był nie tylko nominal defaulatów, ale także i wartość zapadających obligacji (ponad 9,3 mld zł bez papierów BGK, EBI, listów zastawnych i emisji w euro), wliczając w niego także zrealizowane wcześniej przedterminowe spłaty. Dla przykładu, w 12-miesięcznym okresie zakończonym w III kwartale 2014 r., gdy po raz ostatni nominal defaulatów znajdował się na zbliżonym poziomie (191,2 mln zł), odsetek niewykupionego długu wynosił aż 7% i był blisko historycznego szczytu. Determinowane to było niższą wartością zapadających wówczas obligacji (2,7 mld zł).

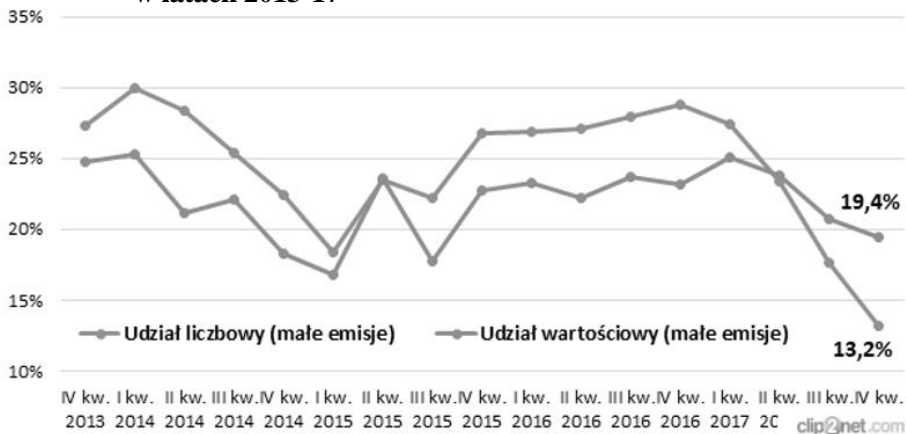
Rekord niewykupionego w 2017 r. długu był przede wszystkim konsekwencją niezrealizowanych w terminie wykupów wartych w sumie 140 mln zł obligacji Actionu i Sygnity. W praktyce za ok. 72% niewykupionych w 2017 r. obligacji korporacyjnych odpowiadały tylko dwie spółki. Również po raz pierwszy o wartości niespłaconego długu na tak dużą skalę decydowały emisje

<sup>15</sup> M. Sadrak, *W 2016 r. firmy nie wykupiły obligacji ...*, op. cit.

znajdujące się w portfelach inwestorów instytucjonalnych, co do zasady lepiej radzących sobie z szacowaniem ryzyka. Oprócz niewykupionych w 2017 r. obligacji Actionu i Sygnity inwestorzy nie otrzymali też zwrotu zainwestowanych środków w dług sześciu innych spółek: PCZ, KerdosGroup, LZMO, Polbrand, Eurocent oraz AdmiralBoats<sup>16</sup>.

Na 129 zapadających w 2017 r. serii obligacji (wliczając także serie, które wykupiono przed terminem) przypadło 10 defaultów. I w tym względzie udział niespłaconych emisji, wynoszący 7,8%, był najniższy od 2013 r. (Wykres 4). Odsetek ten systematycznie spada z wysokich 20,2% w III kwartale 2016 r., który był niemal równie zły co 2014 r. (19-22,1%).

Wykres 4. **Wartości indeksu DefaultRate dla emisji o wartości do 10 mln zł w latach 2013-17**



Źródło: M. Sadrak, *Firmy nie wykupiły obligacji na rekordowe 194,8 mln zł*,

<https://obligacje.pl/pl/a/indeks-default-rate-firmy-nie-wykupily-obligacji-na-rekordowe-194-8-mln-zl>, (stan na dzień 10.02.2018).

Cechą wspólną wielu defaultów w roku 2017 były rozmiary emisji, na ogół nie przekraczające 10 mln zł. To najczęściej oferty mniejszych spółek, które kierują swój dług do inwestorów detalicznych, zwykle mniej doświadczonych i bez zaplecza sztabu analityków czy komitetu inwestycyjnego. W roku 2017 odnotowano siedem tego typu defaultów (13,2% udziału w badanym segmencie) na łączną kwotę 41,6 mln zł, czyli 19,4 % (Wykres 4). Wśród małych emisji nadal nie wracała do inwestorów co piąta złotówka<sup>17</sup>.

<sup>16</sup> M. Sadrak, *Firmy nie wykupiły...*, op. cit.

<sup>17</sup> Ibidem.

Obserwowana poprawa w segmencie małych emisji, jeśli chodzi o wartość niewykupionego długu, wciąż jest niewystarczająca. Dopóki odsetek defaultów wśród małych ofert przekracza 8-10%, to z punktu widzenia drobnych inwestorów udział w tego rodzaju emisjach wiąże się ze zbyt dużym ryzykiem. Tymczasem stoimy u progu zmian w przepisach, które zwiększą wartość oferty publicznej bez memorandum lub prospektu oraz udziału domu maklerskiego z obecnych 0,1 mln euro rocznie do 1 mln euro rocznie. Wydaje się, że nie są to działania mogące poprawić jakość szeroko dostępnych emisji dla inwestorów detalicznych.

## Podsumowanie

Analizując problem niewykupionych w ostatnich latach obligacji, zauważyć można, że w większości przypadków były to sytuacje w pełni spodziewane. Większość defaultów dotyczyła spółek, których problemy rozpoczęły się dużo wcześniej niż w 2017 r. Być może są też inne powody coraz większej przewidywalności wydarzeń na Catalyst. Rynek się zauważalnie „oczyścił” z emitentów najniższej jakości, co wynika nie tylko z poprawy sytuacji gospodarczej przedsiębiorstw czy większego doświadczenia inwestorów detalicznych, ale też z faktu, że spółki o najbardziej wątpliwej kondycji finansowej coraz rzadziej wprowadzają dług do giełdowego obrotu. Zapewne swój udział w rosnącej przewidywalności rynku mają też postępowania restrukturyzacyjne, coraz częściej przeprowadzane przez emitentów obligacji<sup>18</sup>.

Analizując polski rynek długu można zauważyć nagminnie występujące zjawiska, którymi są<sup>19</sup>:

**1. Zbyt ambitne plany:** spółka podejmująca się inwestycji, która zwiększa skalę działalności dwu- czy trzykrotnie, staje przed ogromnym wyzwaniem utrzymania płynności. W perspektywie realizacji takiej inwestycji, która wymaga od spółki wykorzystania całej „przestrzeni” bilansowej, każde, nawet najmniejsze potknięcie (opóźniona płatność od kontrahenta, nieznaczące wydłużenie czasu realizacji inwestycji czy utrata kontraktu) może doprowadzić do utraty płynności.

**2. Niekończące się refinansowanie:** na rynek trafiają niejednokrotnie emisje obligacji, które mają charakter ratunkowy. Spółka finansowała swoją dotychczasową działalność poprzez obligacje, jednak jej sytuacja finansowa uległa

---

<sup>18</sup> M. Sadrak, *Firmy nie wykupiły...*, op. cit.,

<sup>19</sup> M. Mordel, *Czym jest ryzyko w przypadku inwestycji w obligacje korporacyjne?*, [https://michaelstrom.pl/raporty-i-analazy/artykuly/244/czym-jest-ryzyko-w-przypadku-inwestycji-w-obligacje-korporacyjne\(stan-na-dzien-20.02.2018\)](https://michaelstrom.pl/raporty-i-analazy/artykuly/244/czym-jest-ryzyko-w-przypadku-inwestycji-w-obligacje-korporacyjne(stan-na-dzien-20.02.2018))

pogorszeniu i w obliczu zbliżającego się terminu wykupu próbuje zastąpić zapadającą emisję nowym długiem. Taka sytuacja może być powtarzana wielokrotnie w obliczu konsekwentnie pogarszającej się sytuacji emitenta.

**3. Defraudacje:** większość niewykupionych obligacji poniżej 10 mln zł nominalu mają znamiona defraudacji. Taką praktykę trudno udowodnić w polskich realiach. Proces odzyskiwania swoich środków jest czasochłonny, a prawdopodobieństwo odzyskania niewielkie. W przypadku takich praktyk nie wystarczy analiza finansowa spółki, ale przede wszystkim określenie ryzyka związanego z kadrą zarządczą emitenta. Wśród cech emisji, które znacznie zwiększają ryzyko nieuczciwości emitenta należy wskazać na: krótki lub bardzo krótki okres funkcjonowania firmy, znikomą skalę działalności, która miałyby zostać skokowo zwiększona po uzyskaniu finansowania, oraz zarząd, który był już zaangażowany w błyskawicznie bankrutujące przedsięwzięcia.

Powyższe zjawiska są sygnałami, których poprawne odczytanie może pomóc inwestorom przewidzieć problemy finansowe lub upadłość emitenta

Można zauważyć, że poza spiralą zadłużenia, pozostałe dwa przytaczane argumenty w zdecydowanie większym stopniu dotyczą małych emitentów i małych serii niż dużych spółek giełdowych. Ten racjonalny wniosek znajduje odzwierciedlenie w statystykach dostarczanych przez rynek Catalyst. Patrząc jedynie na obligacje o nominale poniżej 10 mln zł, okazuje się, że spłaconych zostaje 80% długu. Można powiedzieć, że to wciąż relatywnie dużo, jednakże biorąc pod uwagę przeciętne oprocentowanie obligacji pomiędzy 5 a 10% w skali roku, to zdecydowanie za mało, aby pozwolić sobie na niedokonywanie wnikliwej analizy emitenta przed powierzeniem mu środków.

Podsumowując, początkującym inwestorom lub osobom o wysokiej awersji do ryzyka zaleca się skierować uwagę jedynie na duże spółki, a w miarę rosnącego doświadczenia zacząć się przyglądać bardziej intratnym i ryzykownym obligacjom. Samo oprocentowanie obligacji powinno być ostatnim argumentem przemawiającym za inwestycją.

### **Bibliografia**

- Fabozzi F.J., *Rynki obligacji. Analiza i strategie*, Wydawnictwo Finansowe WIG-PRESS, Warszawa 2000.
- Jajuga K., *Zarządzanie ryzykiem*, PWN, Warszawa 2007.
- Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje. Instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, PWN, Warszawa 2015.
- Jak często emitenci obligacji korporacyjnych nie spłacają swoich zobowiązań?*, <http://bestcapital.pl/jak-czesto-emitenci-obligacji-korporacyjnych-nie-splacaja-swoich-zobowiazan> (stan na dzień 25.02.2018).

- Mordel M., *Czym jest ryzyko w przypadku inwestycji w obligacje korporacyjne?*, <https://michaelstrom.pl/raporty-i-analizy/artykuly/244/czym-jest-ryzyko-w-przypadku-inwestycji-w-obligacje-korporacyjne> (stan na dzień 20.02.2018).
- Orliński B., *Obligacje korporacyjne jako źródło pozyskiwania kapitału dla małych i średnich przedsiębiorstw*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 799, Szczecin 2014.
- Pawłowski M., *Możliwości finansowania małych i średnich przedsiębiorstw na rynku obligacji – próba oceny*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 799, Szczecin 2014.
- Raport Catalyst w 2016 roku. Podsumowanie i perspektywy*, Doradztwo Transakcyjne Grant Thornton, Warszawa 2017.
- Raport Catalyst: rynek obligacji w 2014 roku*, Doradztwo Transakcyjne Grant Thornton, Warszawa 2017.
- Ryzyko inwestycji w obligacje korporacyjne*, <http://bestcapital.pl/ryzyko-inwestycji-w-obligacje-korporacyjne> (stan na dzień 25.02.2018).
- Sadrak M., *Firmy nie wykupiły obligacji na rekordowe 194,8 mln zł*, <https://obligacje.pl/pl/a/indeks-default-rate-firmy-nie-wykupily-obligacji-na-rekordowe-194-8-mln-zl> (stan na dzień 10.02.2018).
- Sadrak M., *W 2016 r. firmy nie wykupiły obligacji za 92,2 mln zł*, <https://obligacje.pl/pl/a/indeks-default-rate-w-2016-r-firmy-nie-wykupily-obligacji-za-92-2-mln-zl> (stan na dzień 10.02.2018).
- Szweda E., *Rok 2015 na Catalyst: więcej emisji i defaultów*, <https://obligacje.pl/pl/a/2015-r-na-catalyst-wiecej-emisji-i-defaultow> (stan na dzień 26.02.2018).

### **Streszczenie**

Celem artykułu jest ocena ryzyka obligacji korporacyjnych notowanych na rynku Catalyst oraz identyfikacja sygnałów, których poprawne odczytanie może pomóc inwestorom przewidzieć pogorszenie sytuacji finansowej lub upadłość emitenta. W artykule przedstawiono charakterystykę i ogólną klasyfikację ryzyka związanego z obligacjami, a także ukazano rolę i znaczenie rynku Catalyst jako największego rynku instrumentów dłużnych w Europie Środkowo-Wschodniej. Ponadto przedstawiono charakterystykę wydarzeń na rynku Catalyst pod kątem niewykupionych emisji obligacji w latach 2013-2017 oraz dokonano identyfikacji sygnałów wskazujących na problemy finansowe emitenta i umożliwiających uniknięcie strat z tytułu niewywiązania się emitenta z warunków emisji (defaultu). Na podstawie przedstawionej w artykule oceny można wyciągnąć wnioski, że największym ryzykiem kredytowym charakteryzują się obligacje małych przedsiębiorstw o wartości emisji do 10 mln zł. Szczególnie inwestorzy detaliczni powinni uwzględnić to zjawisko w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych.

### **CREDIT RISK OF CORPORATE BONDS LISTED ON THE CATALYST MARKET**

#### **Summary**

The main aim of the article is to present an appraisal of the credit risk of corporate bonds listed on the Catalyst market and identification of signals, that correct using can help to predict worsening of financial situation or business failure. The article contains a characteristic and a general classification of bond's risk. There is presented also a function and a role of Catalyst market as the biggest bond market in East-Central Europe. Farther, the article contains characteristic of a situation on the Catalyst market considering payment defaults in years 2013-2017. Then, there are described the signals of financial problems of issuers. Proper identification and comprehension of this signals could prevent investors from losses in case of payment defaults and payment delays of borrowers. Based on the assessment presented in the article, it can be concluded that the highest credit risk is characteristic for small business bonds with an issue value of up to PLN 10 million. In particular, retail investors should consider this phenomenon in the process of making investment decisions.

