

Raport Catalyst

Obligacje szansą na rozwój polskich firm

Rynek Catalyst w 2015 roku



Edycja IV, czerwiec 2016

Wstęp

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie



**prof. zw. dr hab.
Małgorzata Zaleska**
Prezes GPW

Szanowni Państwo,

Podstawowym celem polskiego rynku instrumentów dłużnych, którego obecna forma została ukształtowana we wrześniu 2009 roku wraz z powstaniem Catalyst, jest finansowanie rozwoju przedsiębiorstw przy wykorzystaniu obligacji oraz umożliwienie inwestorom, szczególnie indywidualnym, łatwego inwestowania środków w instrumenty dłużne na transparentnym rynku zorganizowanym.

Ubiegły rok pokazał, że emitenci w coraz większym stopniu postrzegają obligacje jako atrakcyjną formę pozyskania finansowania, a sam Catalyst jest niekwestionowanym numerem jeden w regionie Europy Środkowo-Wschodniej. To właśnie na polskim rynku papierów dłużnych dokonano od początku jego funkcjonowania

transakcji o największej łącznej wartości, która wyniosła 2,7 mld EUR i stanowiła 41% obrotów wygenerowanych przez rynki regionu CEE w ciągu ostatnich 6 lat.

Rok 2015 obfitował w zmiany w regulacjach – w obrębie Ustawy o obligacjach oraz Regulaminu i Zasad Działania w Alternatywnym Systemie Obrotu na rynku Catalyst, które weszły w życie w lipcu ubiegłego roku. Początek zeszłego roku wiązał się również ze zmianami na samym rynku Catalyst. Od stycznia 2015 roku emitentów obowiązuje wymóg minimalnej wartości emisji wprowadzonej do obrotu na Catalyst, która nie może odtąd być mniejsza niż 1 mln zł. Niebawem spółki notowane zaczną obowiązywać regulacje unijnego Rozporządzenia MAR (Market Abuse Regulation). Celem wprowadzenia nowych regulacji jest poprawa transparentności emitentów, m.in. poprzez zmiany w zakresie obowiązków informacyjnych.

Catalyst jest rynkiem o dużym potencjale, który powinien zostać odpowiednio wykorzystany i stanowić jeden z filarów działalności GPW. Obszarem szczególnie perspektywnym jest rynek obligacji korporacyjnych. Warto jednak pamiętać, iż sam wzrost zainteresowania instrumentami dłużnymi jako alternatywą wobec kredytu bankowego formą pozyskiwania kapitału przez

przedsiębiorstwa w Polsce to jednak za mało, a GPW musi dokonać przeglądu obecnego modelu Catalyst złożonego z czterech platform obrotu pod kątem wzrostu ich przejrzystości dla emitentów i inwestorów. Kluczowe będzie także podniesienie wiarygodności Catalyst poprzez m.in. wzmocnienie współpracy GPW z KNF w celu szybkiego dyscyplinowania nieuczciwych emitentów.

GPW będzie dokładać wszelkich starań, aby stworzyć emitentom sprzyjające warunki do wejścia na Catalyst. Widzimy potrzebę uproszczenia zasad funkcjonowania tego segmentu, między innymi poprzez uproszczenie procedur i struktury samego rynku. Widząc duży potencjał rozwoju rynku papierów dłużnych, chcielibyśmy zachęcić przedsiębiorstwa, samorządy i banki do dalszej aktywności. Jednym z naszych priorytetów jest także zachęcanie emitentów do oferowania emisji obligacji w ramach ofert publicznych.

Raport Grant Thornton podsumowujący 2015 rok na Catalyst dowodzi, że rośnie świadomość korzyści z emisji papierów dłużnych na polskim rynku kapitałowym. Wierzę, że bieżący rok przyniesie w tym segmencie wymierne korzyści dla emitentów, a inwestorzy w jeszcze większym stopniu zaczną dostrzegać alternatywę w postaci inwestycji na rynku dłużnych instrumentów finansowych.

Wstęp

Grant Thornton



Rafał Śmigórski
Partner Grant Thornton

Szanowni Państwo,

W ciągu ostatnich trzech lat ukazały się trzy edycje Raportu Catalyst Grant Thornton, w których analizowaliśmy i przedstawialiśmy Państwu sytuację oraz perspektywy rozwoju rynku, uwzględniając zarówno potrzeby emitenta, jak i inwestora. Rokrocznie nasze publikacje cieszyły się ogromnym zainteresowaniem, co tylko utwierdza nas w przekonaniu, że wydawany przez nas cyklicznie Raport stanowi cenne źródło informacji o polskim rynku obligacji.

W związku z powyższym, mamy przyjemność przedstawić Państwu kolejną, IV już, edycję Raportu Catalyst podsumowującego między innymi sytuację na rynku obligacji w 2015 roku. Najnowszy Raport został przygotowany w nieco

odmienionej od poprzednich edycji formie, choć układ publikacji pozostał bez zmian w stosunku do poprzednich edycji. Skondensowana formuła Raportu skupia się na najważniejszych informacjach podsumowujących sytuację na rynku dłużnych instrumentów finansowych, ze szczególnym uwzględnieniem obligacji korporacyjnych, spółdzielczych i komunalnych.

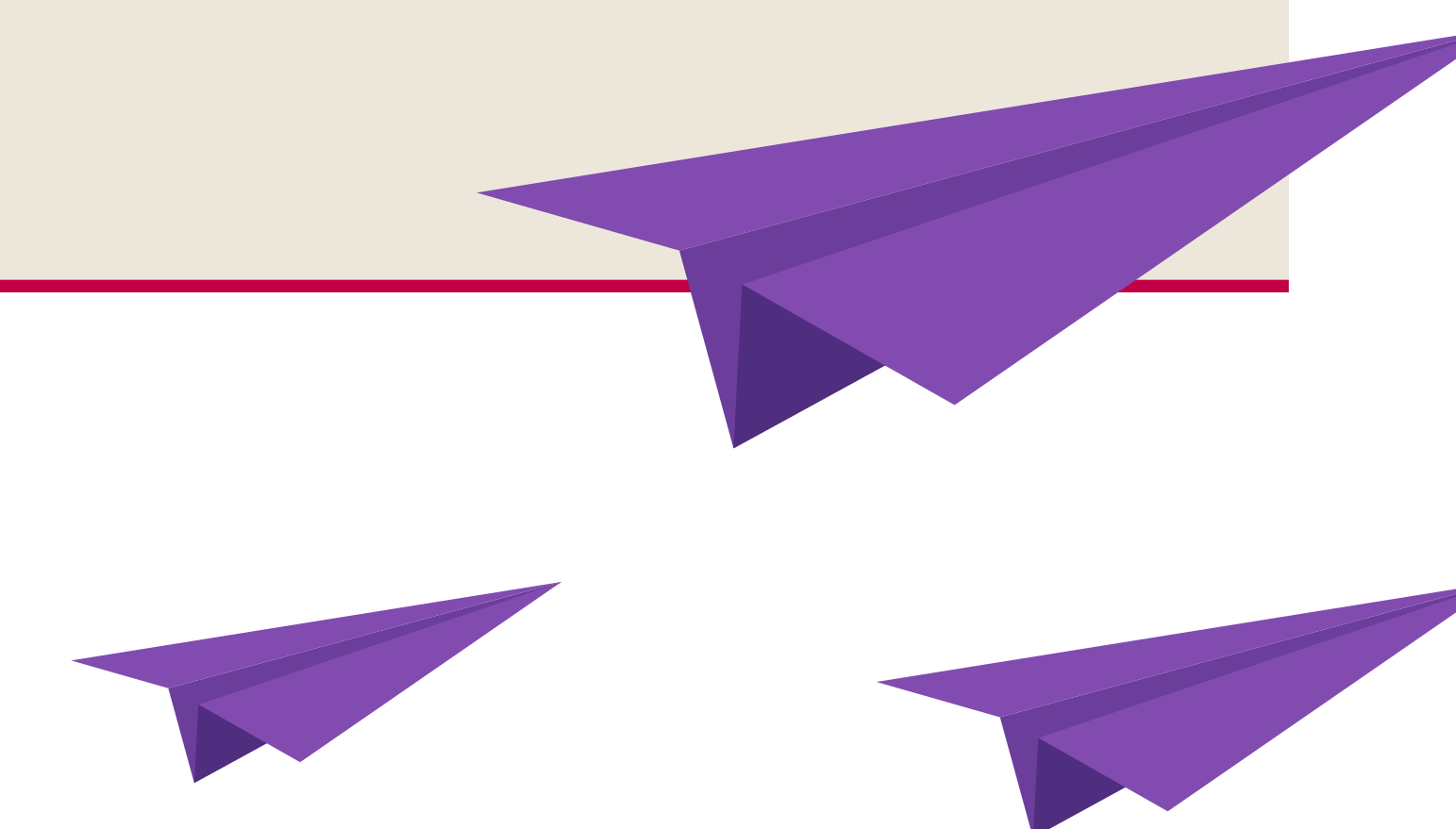
Ponadto, mając na uwadze wpływ, jaki mają na funkcjonowanie rynku zmiany w regulacjach prawnych, podobnie jak rok temu, pozwoliliśmy sobie przybliżyć Państwu kluczowe zmiany dotyczące emitentów instrumentów dłużnych wynikające w tym przypadku z wejścia w życie Rozporządzenia UE – Market Abuse Regulation (MAR).

Przeanalizowaliśmy kolejne 12 miesięcy z ponad sześcioletniej historii rynku Catalyst. Wyniki naszych badań potwierdzają, że obligacje niezmiennie są postrzegane jako atrakcyjna forma pozyskania kapitału, a z punktu widzenia inwestora – jako jedne z bezpieczniejszych instrumentów finansowych. Miniony rok dla rynku obligacji wiązał się zarówno ze wzlotami, jak i upadkami, jednak w ogólnym rozrachunku wartość wszystkich emisji była zbliżona do rekordowego poziomu odnotowanego w 2012 roku. Ponadto, mogliśmy

obserwować wpływ wprowadzonych w 2014 roku zmian w regulacjach prawnych, które mają docelowo poprawić bezpieczeństwo obrotu.

Catalyst jest bez wątpienia rynkiem prężnie rozwijającym się, który umacnia swoją pozycję lidera w regionie Europy Środkowo-Wschodniej, zyskując z roku na rok coraz większą rozpoznawalność oraz prestiż.

**Serdecznie Państwa zapraszamy
do zapoznania się z kolejną edycją
Raportu Catalyst 2015!**



Słownik pojęć

Analizowana Grupa

Emisje obligacji komunalnych, spółdzielczych i korporacyjnych wprowadzone do obrotu na Catalyst z wyłączeniem emisji Skarbu Państwa, Europejskiego Banku Inwestycyjnego, Banku Gospodarstwa Krajowego, euroobligacji oraz listów zastawnych.

Analizowany Okres

Okres od 30 września 2009 roku do 31 grudnia 2015 roku.

ASO, Alternatywny System Obrotu

System obrotu dokonywany poza rynkiem regulowanym w ramach Catalyst i NewConnect, którego przedmiotem są papiery wartościowe lub instrumenty rynku pieniężnego.

Catalyst

Rynek obrotu dłużnymi instrumentami finansowymi powstały 30 września 2009 roku, prowadzony na platformach transakcyjnych Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. i BondSpot S.A.

Dokument Informacyjny

Dokument sporządzony na potrzeby wprowadzenia instrumentów finansowych do Alternatywnego Systemu Obrotu na NewConnect/Catalyst, zgodnie z wymaganiami Załącznika nr 1 do Regulaminu Alternatywnego Systemu Obrotu.

EUR

Prawny środek płatniczy w wybranych krajach na terenie UE.

KDPW

Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A.

Oferta Prywatna obligacji

Oferta nabycia obligacji skierowane do najwyżej 149 imiennie wskazanych inwestorów.

Oferta Publiczna obligacji

Udostępnianie, co najmniej 150 osobom lub nieoznaczonym adresatom, w dowolnej formie i w dowolny sposób, informacji o tych obligacjach i warunkach dotyczących ich nabycia, stanowiących dostateczną podstawę do podjęcia decyzji o odpłatnym nabyciu tych obligacji.

Oferujący

Podmiot przygotowujący i prowadzący proces emisji obligacji.

GPW, Organizator Alternatywnego Systemu

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Propozycja Nabycia obligacji

Dokument oznaczający propozycję nabycia obligacji w rozumieniu Ustawy o obligacjach, zawierający Warunki Emisji oraz w szczególności informacje wymienione w art. 35 Ustawy o obligacjach.

Rozporządzenie MAR

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) Nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 roku w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE.

Warunki Emisji

Warunki Emisji obligacji w rozumieniu Ustawy o obligacjach.

Zł – Złoty

Prawny środek płatniczy w Rzeczypospolitej Polskiej będący w obiegu publicznym od dnia 1 stycznia 1995 roku, zgodnie z ustawą z dnia 7 lipca 1994 roku o denominacji złotego (Dz.U94.84.383 z późniejszymi zmianami).

Rok 2015 na rynku Catalyst

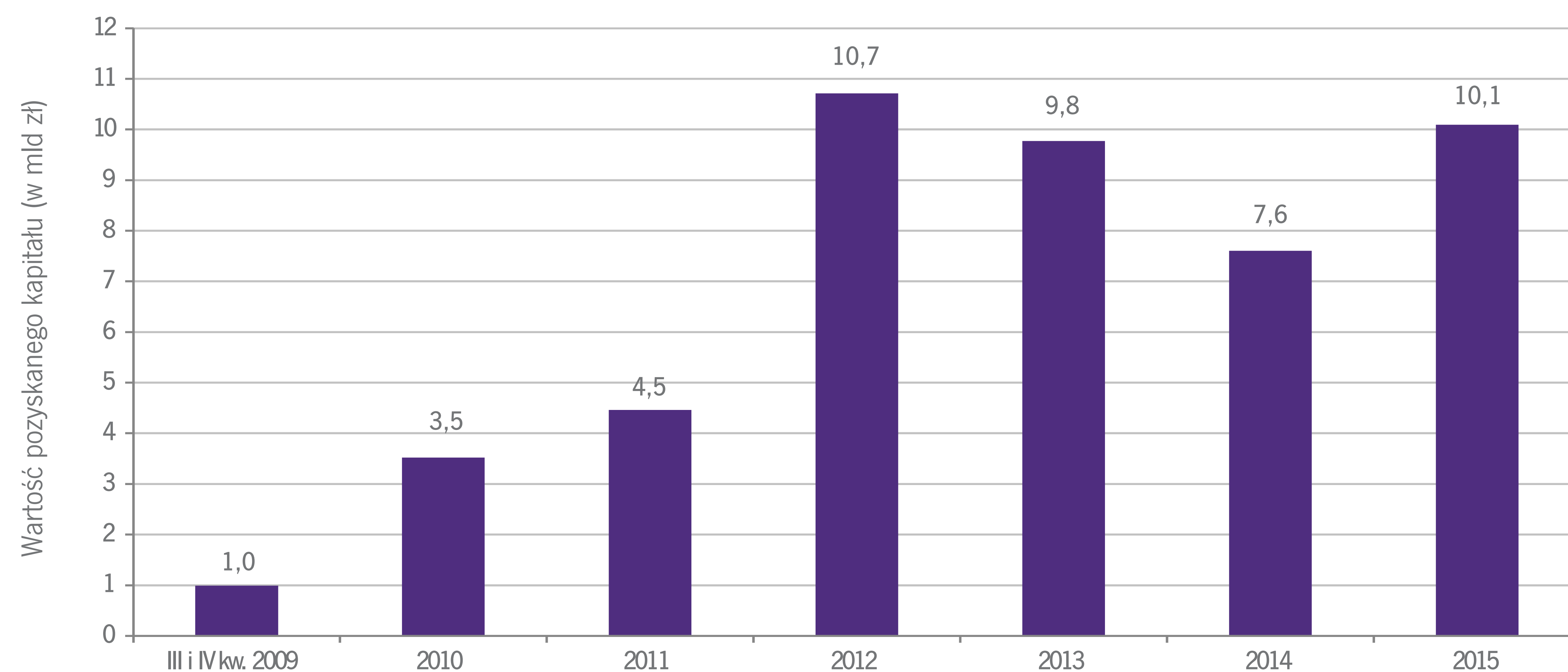
Kolejny rok pokazał, że emitenci postrzegają instrumenty dłużne jako atrakcyjną formę pozyskania finansowania.

Pomimo mniejszej niż w 2014 roku liczby debiutów (28 wobec 51* przed rokiem), **wartość kapitału pozyskanego** poprzez Catalyst w roku 2015 wyniosła **10,1 mld zł** i była **o 2,5 mld zł większa** niż w roku poprzednim (bez obligacji skarbowych, Europejskiego Banku Inwestycyjnego

(EBI), Banku Gospodarstwa Krajowego (BGK), euroobligacji oraz listów zastawnych), natomiast pod względem wartości obrotów, **Catalyst jest niekwestionowanym numerem jeden w regionie Europy Środkowo-Wschodniej (CEE)**. Zgodnie z danymi Federation of European Securities Exchanges (FESE), to właśnie na polskim rynku Catalyst dokonano transakcji o największej łącznej wartości, która wyniosła 2,7 mld EUR i stanowiła 41% obrotów wygenerowanych przez rynki w regionie CEE w ciągu ostatnich 6 lat.

Niepodważalny wpływ na sytuację polskiego rynku kapitałowego w 2015 roku miała **sytuacja makroekonomiczna kraju**. W marcu 2015 decyzją Rady Polityki Pieniężnej (RPP) obniżona została stopa referencyjna do historycznie najniższego poziomu - 1,5% w skali roku. Mając na uwadze silną zależność pomiędzy stopą referencyjną a pozostałymi stopami rynku bankowego, w tym stopą WIBOR, w efekcie doszło do obniżenia oprocentowania produktów bankowych, w tym – będących popularną formą oszczędzania – lokat bankowych. Ponadto, od maja 2015 roku dał się zauważyć spadek notowań głównych indeksów Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW), a indeks 20 największych spółek na warszawskim parkiecie osiągnął 14 grudnia 2015 roku poziom – 1754,74 pkt. W obliczu niekorzystnej sytuacji na rynku oszczędnościowych produktów bankowych oraz niesprzyjających warunków na rynku akcji, inwestorzy zaczęli dostrzegać alternatywę w postaci inwestycji na rynku dłużnych instrumentów finansowych.

Wykres 1. Wartość pozyskanego kapitału w poszczególnych latach w Analizowanej Grupie



Źródło: Opracowanie własne Grant Thornton

*W analizie nie uwzględniono euroobligacji PZU FINANCE AB, a także obligacji wyemitowanych przez spółkę ERBUD, które wprowadzone zostały do ASO prowadzonego przez GPW, ponieważ w 2011 roku wprowadzono je już na platformę ASO prowadzoną przez BondSpot.

Rok 2015 na rynku Catalyst

Niestety, rok 2015 pokazał, że **rynek kapitałowy nie jest wolny od ryzyka**, również w segmencie dłużnych papierów wartościowych. Catalyst od samego początku roku budził wśród inwestorów wielkie emocje związane z trudnościami w regulowaniu przez emitentów zobowiązań wynikających z emisji obligacji. Nie bez echa przeszły także incydenty kończące się w niektórych przypadkach złożeniem wniosku o ogłoszenie upadłości, w tym niczym nie zapowiadany upadek największego banku spółdzielczego w Polsce. Biorąc pod uwagę część detaliczną rynku, według analityków, co szósta notowana obligacja nie została przez emitentów spłacona. Jednak, pomimo różnych zawirowań na rynku obligacji korporacyjnych, należy podkreślić, że **w 2015 roku spółki pozyskały poprzez emisję na Catalyst więcej kapitału niż rok wcześniej**. Fakt ten pokazuje, że inwestorzy, mając na uwadze zwiększony poziom ryzyka inwestycyjnego, wykazują skłonność do przeprowadzenia bardziej wnikliwej analizy spółek znajdujących się w kręgu ich zainteresowania. Wzrost wartości kapitału pozyskanego w minionym roku przez spółki może świadczyć o tym, że na rynku pojawiają się ciekawe okazje inwestycyjne. Dodatkowo, **nie brakowało wartych uwagi emisji publicznych**.

W 2015 roku przeprowadzono 17 tego rodzaju ofert, natomiast łącznie do obrotu **na Catalyst wprowadzono 24 emisje ofert publicznych**, w tym te przeprowadzone jeszcze w 2014 roku. W ubiegłym roku dominowały przede wszystkim kolejne emisje obligacji. Samych debiutów odnotowano znacznie mniej niż w 2014 roku. Wśród spółek debiutujących na rynku dłużnych papierów wartościowych pojawiły się jednak: **Tauron Polska Energia, Enea, Cyfrowy Polsat czy też Raiffeisen Bank Polska**, co wyraźnie wskazuje na postrzeganie rynku Catalyst jako atrakcyjnego źródła pozyskania finansowania przez podmioty znane, o wysokiej wiarygodności.

Nie bez znaczenia dla polskiego rynku instrumentów dłużnych były **zmiany w regulacjach**, zarówno w obrębie Ustawy o obligacjach, jak i regulaminu i zasad działania w Alternatywnym Systemie Obrotu na rynku Catalyst, które weszły w życie w lipcu 2015 roku. Nowa Ustawa o obligacjach uregulowała możliwość powołania instytucji Zgromadzenia Obligatariuszy, dzięki której emitenci korporacyjni mają większy wpływ na wprowadzenie potencjalnych zmian w Warunkach Emisji i - co za tym idzie - emisja obligacji jest dla nich atrakcyjniejszym źródłem pozyskiwania kapitału. Jednocześnie,



obligatariusze otrzymują prawo aktywnego współuczestniczenia w funkcjonowaniu instrumentów dłużnych poprzez możliwość zgłaszania i ustanawiania, za zgodą emitenta, zmian w Warunkach Emisji dotyczących m.in. decyzji związanych z warunkami zabezpieczenia czy wysokością i sposobem ustalania świadczeń przysługujących z obligacji. Ponadto nowa Ustawa o obligacjach nadała m.in.: uprawnienia emisji obligacji spółkom celowym oraz przewiduje emisję obligacji podporządkowanych i partycypacyjnych, a także wprowadziła możliwość emisji nowego typu obligacji tj. obligacji wieczystych. Początek 2015 roku wiązał się ze zmianami również na rynku Catalyst. Od 1 stycznia emitentów zaczął obowiązywać wymóg minimalnej wartości emisji wprowadzanej do obrotu na Catalyst, która nie może odtąd być mniejsza niż 1 mln zł.

Rok 2015 na rynku Catalyst

Przyszłość pokaże, w jaki sposób wprowadzone przez ustawodawcę i Organizatora Alternatywnego Systemu modyfikacje w regulacjach wpłyną na sytuację na rynku instrumentów dłużnych. Obserwowane od pewnego czasu działania podejmowane przez GPW, mające na celu poprawę transparentności spółek notowanych w ASO, nie są jedyną zmianą w tym zakresie. Niebawem emitentów zaczną obowiązywać regulacje unijnego Rozporządzenia **Market Abuse Regulation (MAR)**. Zmiany dotyczące funkcjonowania emitentów na rynku, w tym w obszarze wypełniania obowiązków informacyjnych, wprowadzane przez wspomniane Rozporządzenie, **wejdą w życie już 3 lipca 2016 roku**. Należy wnioskować, iż jednym z założeń nowych regulacji

jest zwiększenie przejrzystości rynku, a tym samym bezpieczeństwa obrotu, co powinno wpłynąć również na zwiększenie zaufania inwestorów wobec emitentów, a co z tym się wiąże – ich możliwości pozyskiwania kapitału.

Zarówno rosnąca wartość rynku, jak i wzrastająca z roku na rok liczba emisji, świadczą o tym, że pomimo trudnej sytuacji na rynku kapitałowym, z jaką mamy w ostatnim czasie do czynienia, emitenci nadal postrzegają Catalyst jako efektywne źródło pozyskiwania niezbędnego do dalszego rozwoju finansowania. Z kolei w oczach inwestorów, którzy aktualnie intensywnie poszukują możliwości lokowania swojego kapitału, obligacje nadal stanowią dobrą alternatywę dla innych inwestycji.

Catalyst jest z pewnością rynkiem perspektywnym

o wielkim potencjale dostrzeganym zarówno przez emitentów, jak i inwestorów.

Jak każdy rozwijający się rynek, cechuje się okresami lepszymi i gorszymi, jednak wzrastające z roku na rok zainteresowanie obligacjami pozwala przypuszczać,

że w polskim rynku drzemą ogromne możliwości.

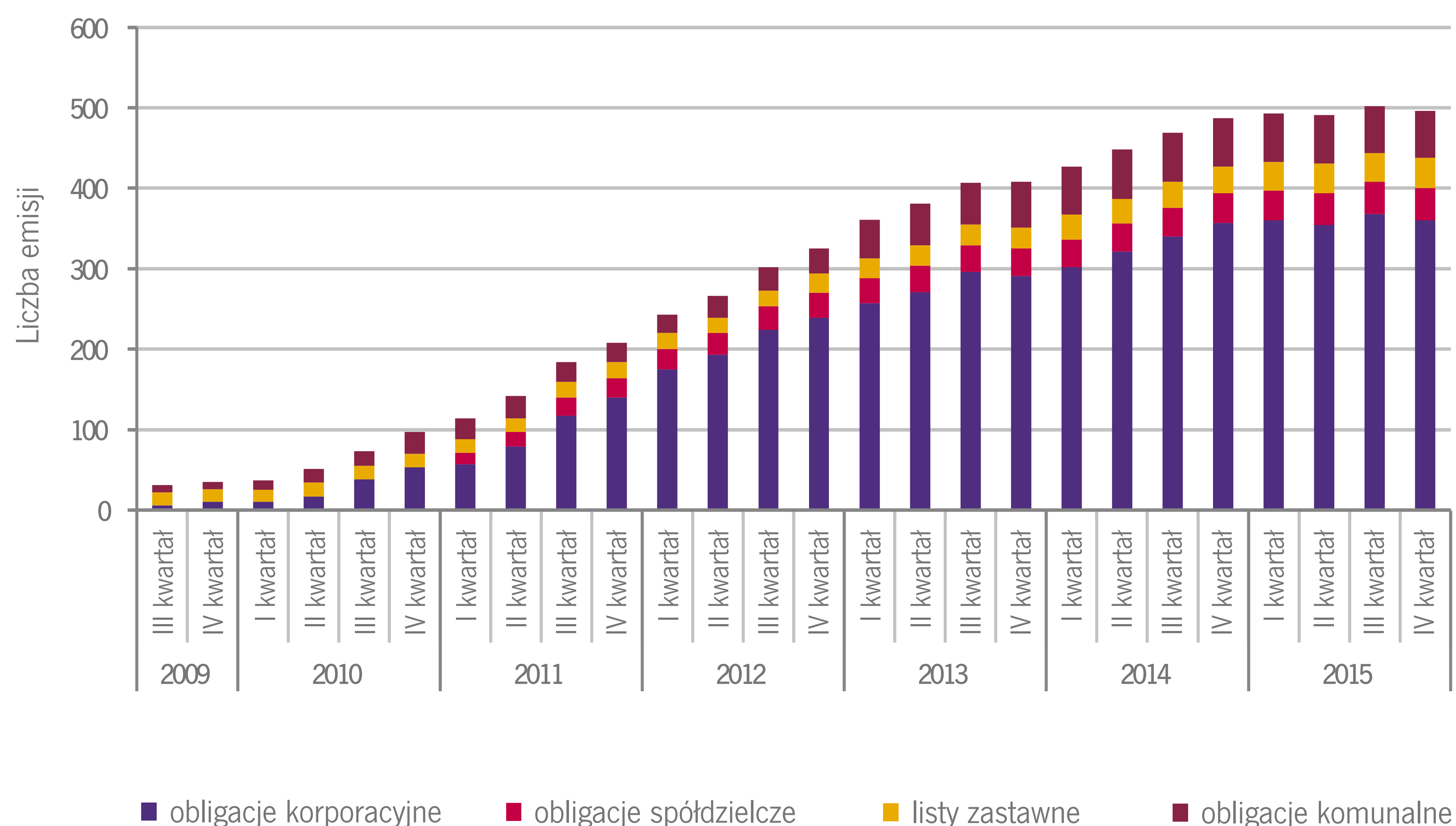


Rynek Catalyst w pigułce

Wielkość rynku Catalyst w 2015 roku

Liczba instrumentów dłużnych notowanych na Catalyst na koniec 2015 roku, łącznie z emisjami autoryzowanymi, osiągnęła **535 serii wyemitowanych przez 195 emitentów**. Wyłączając z analizy obligacje Skarbu Państwa, liczba pozostałych instrumentów dłużnych notowanych na Catalyst osiągnęła z końcem roku **496 serii**, czyli wartość o 9 większą od wyniku na koniec 2014 roku.

Wykres 2. Liczba instrumentów notowanych na koniec poszczególnych kwartałów w latach 2009-2015 (z wyłączeniem obligacji skarbowych)

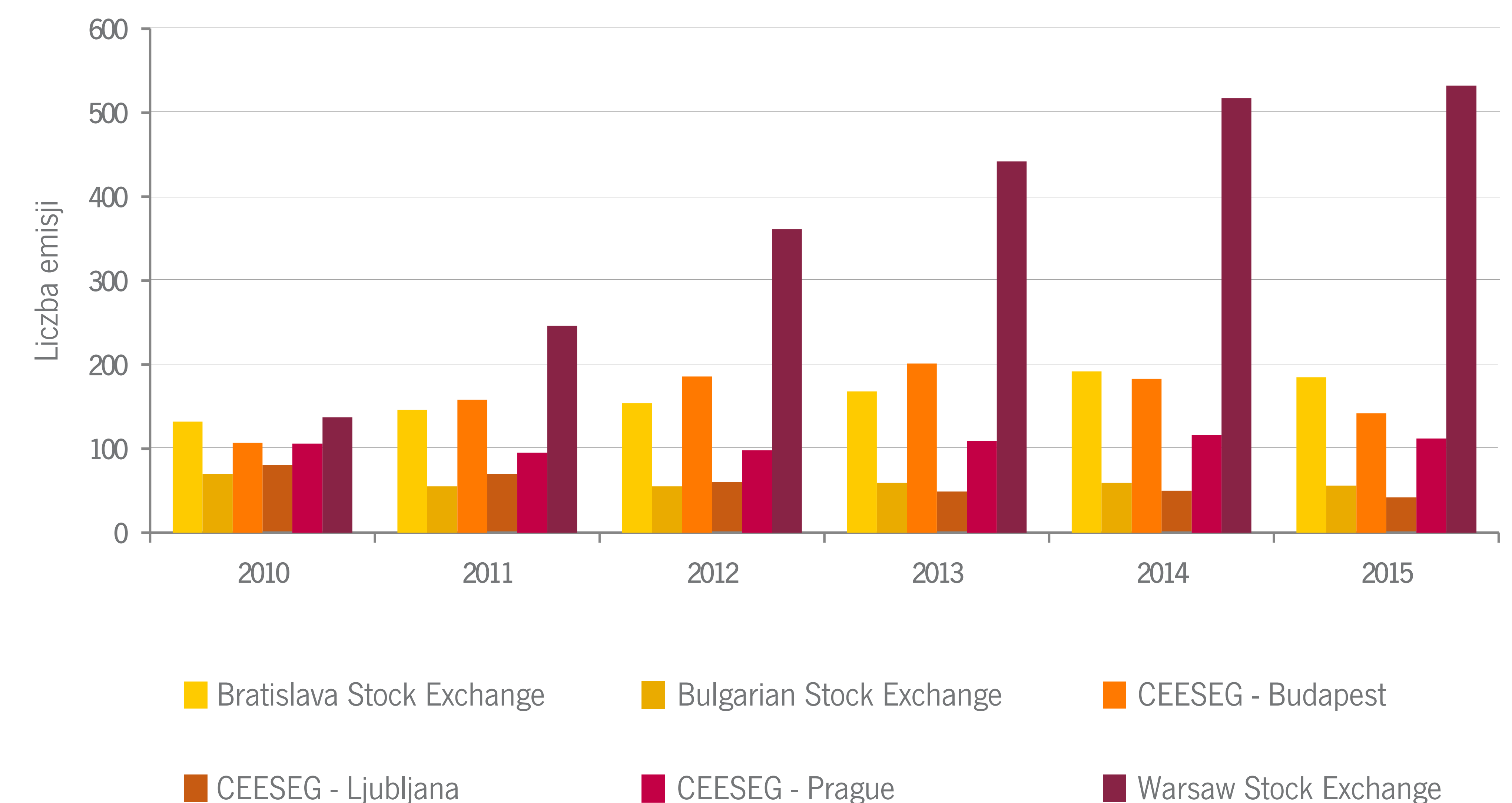


Źródło: Opracowanie własne Grant Thornton

Zgodnie ze statystykami prowadzonymi przez FESE oraz statystykami miesięcznymi giełdy w Bratysławie*, **liczba obligacji notowanych na Catalyst w okresie 2010-2015 wzrosła o 288,3%**, co pozytywnie wyróżnia polski rynek obligacji na tle innych rynków instrumentów dłużnych w państwach Europy Środkowo-Wschodniej.

*od roku 2015 statystyki giełdy w Bratysławie nieujmowane są w danych FESE

Wykres 3. Liczba obligacji notowanych na giełdach państw Europy Środkowo-Wschodniej w latach 2010-2015



Źródło: Opracowanie własne Grant Thornton na podstawie danych FESE i Bratislava Stock Exchange

Rynek Catalyst w pigułce

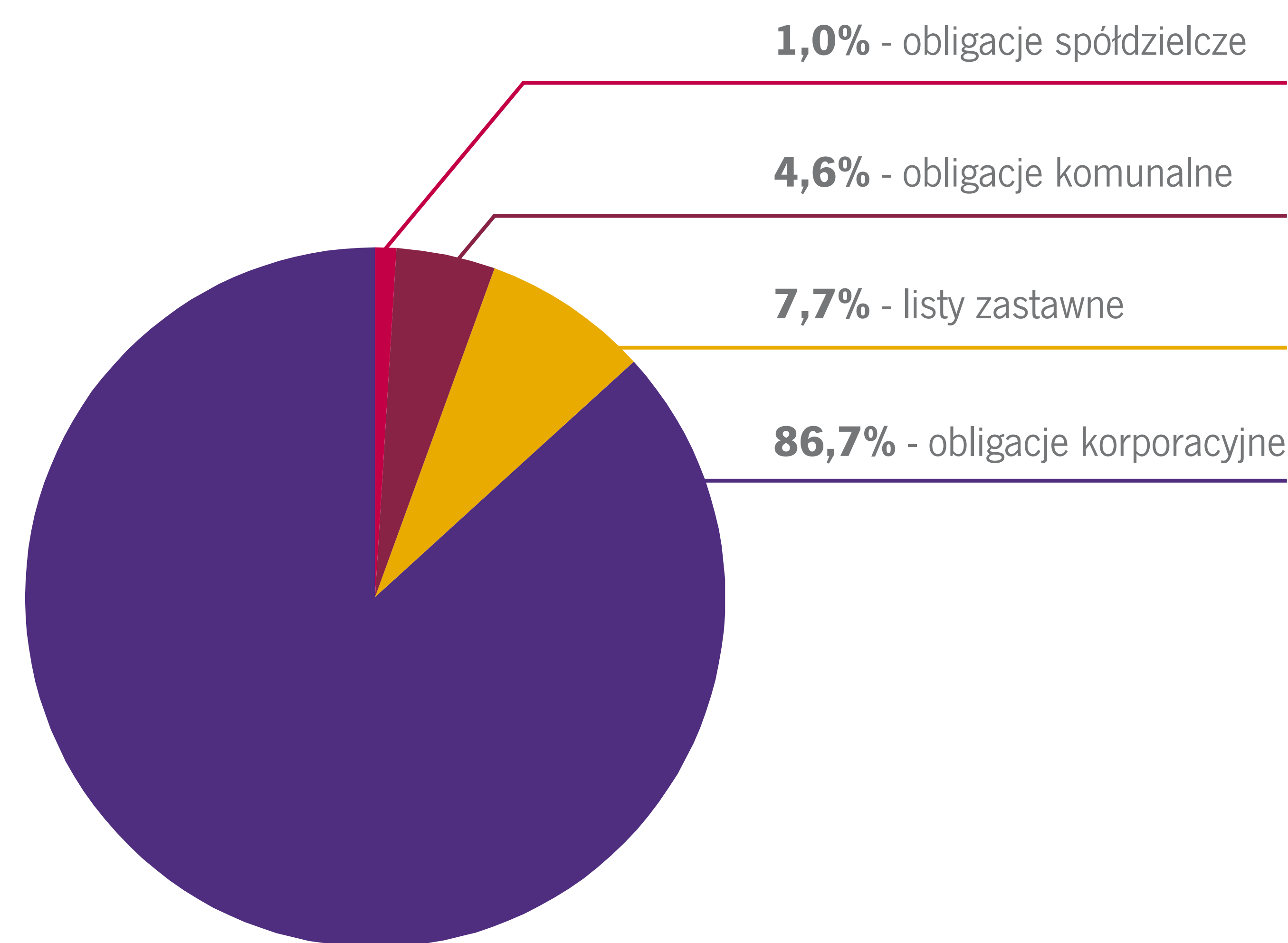
Wartość rynku Catalyst w 2015 roku

Wartość wszystkich instrumentów dłużnych notowanych na rynku Catalyst na koniec 2015 roku kształtowała się na poziomie 613,1 mld zł, co stanowi wzrost o 12,6% w stosunku do wartości z końca 2014 roku.

Wartość notowanych instrumentów nieskarbowych w samym IV kwartale 2015 roku osiągnęła **69,6 mld zł**, z czego **86,7%** tej wartości odpowiadały **obligacje korporacyjne**. Mniejsza niż w 2014 roku liczba debiutów oraz wprowadzonych do obrotu serii obligacji nie wpłynęła jednak na dynamikę wzrostu wartości rynku. W IV kwartale

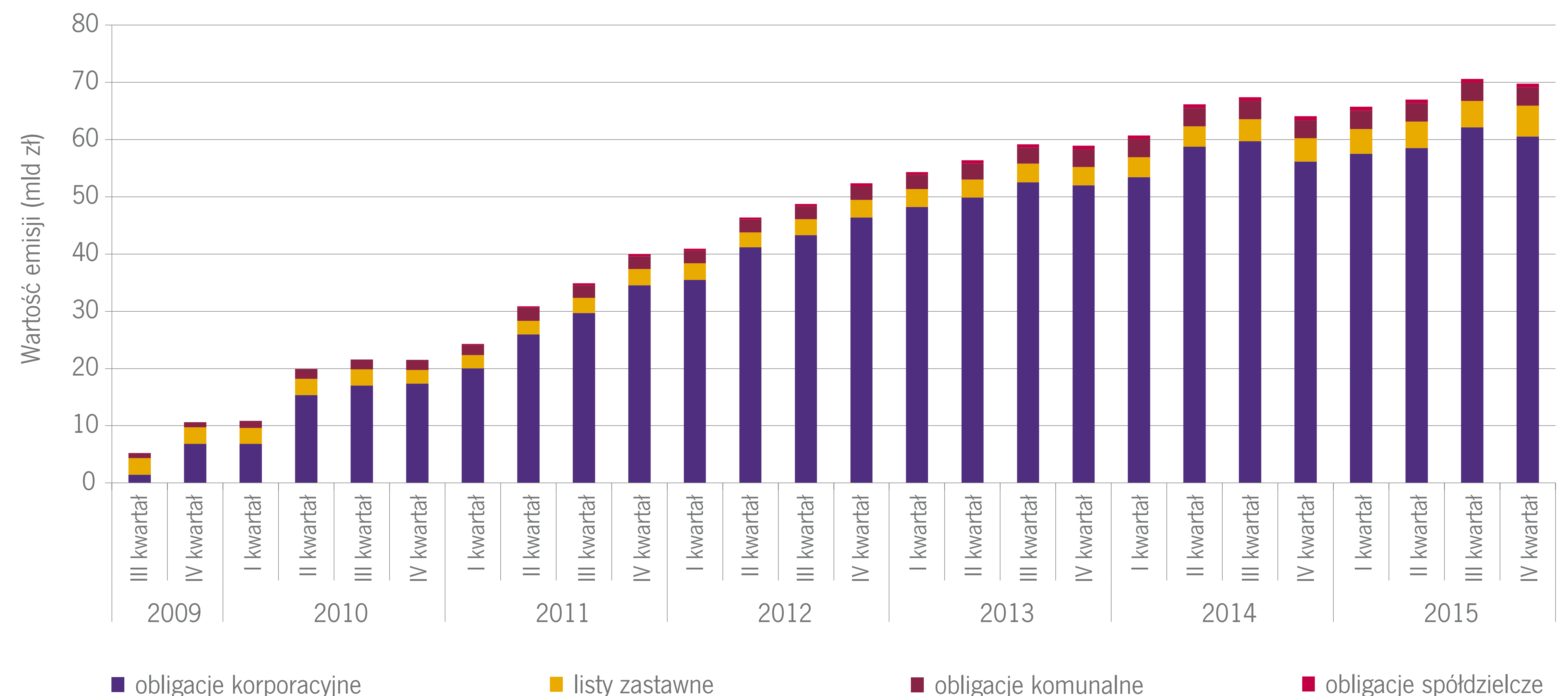
2015 roku wartość instrumentów nieskarbowych notowanych na rynku Catalyst była o **8,6% większa** od ich wartości z analogicznego okresu w 2014 roku. Dla porównania – w 2014 roku wzrost wartości rynku, w stosunku do roku poprzedniego, był zbliżony i wyniósł 8,7%.

Wykres 4. Struktura wartości instrumentów notowanych na Catalyst według rodzajów instrumentów, na dzień 31 grudnia 2015 roku (z wyłączeniem obligacji skarbowych)



Źródło: Opracowanie własne Grant Thornton

Wykres 5. Wartość instrumentów notowanych na koniec poszczególnych kwartałów (z wyłączeniem obligacji skarbowych)



Źródło: Opracowanie własne Grant Thornton

Rynek Catalyst w pigułce

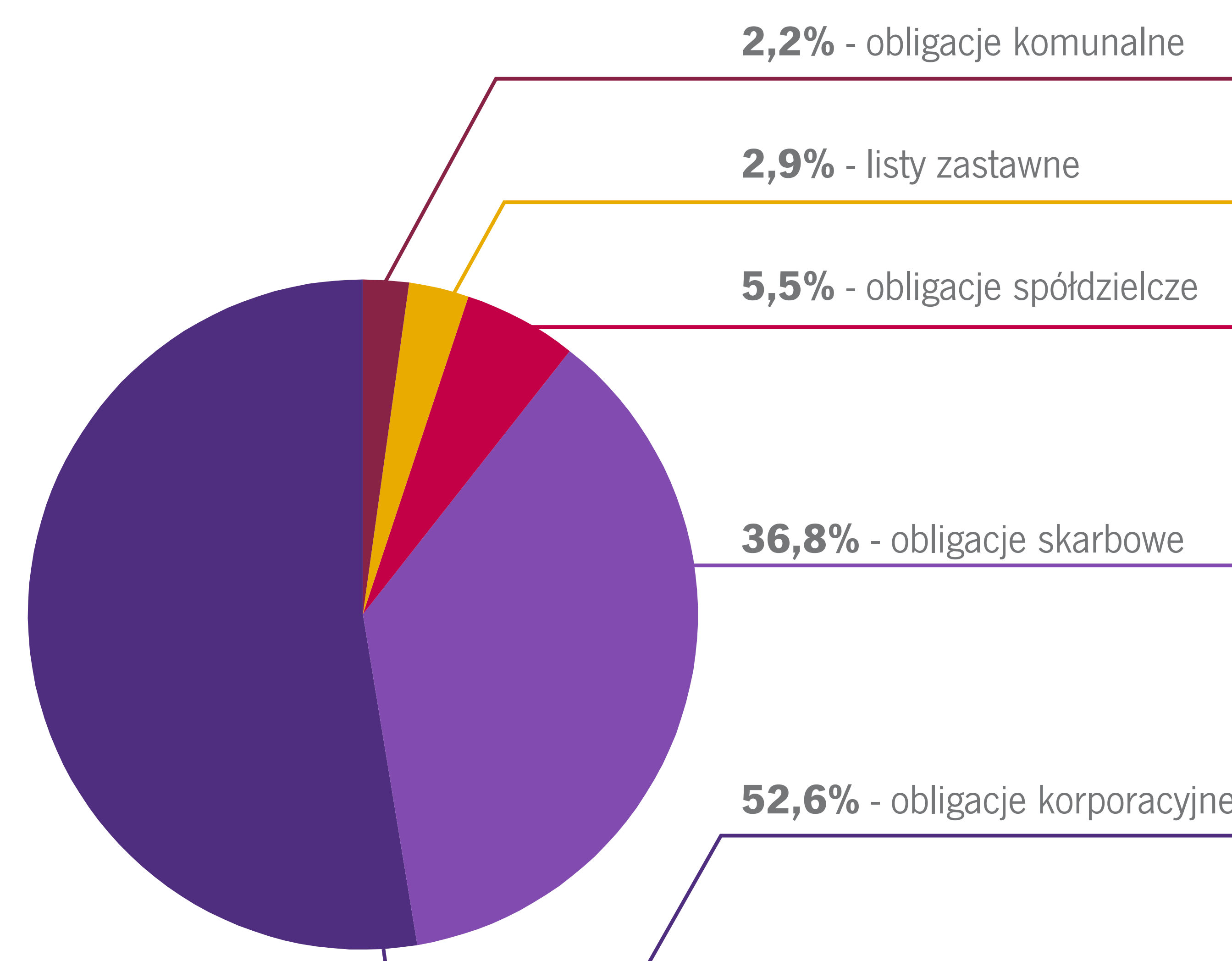
Płynność rynku Catalyst w 2015 roku

Od początku funkcjonowania rynku Catalyst do końca 2015 roku łączne obroty sesyjne w ujęciu narastającym wyniosły 12,7 mld zł, co stanowiło wzrost o 20,4% w stosunku do wartości z roku 2014.

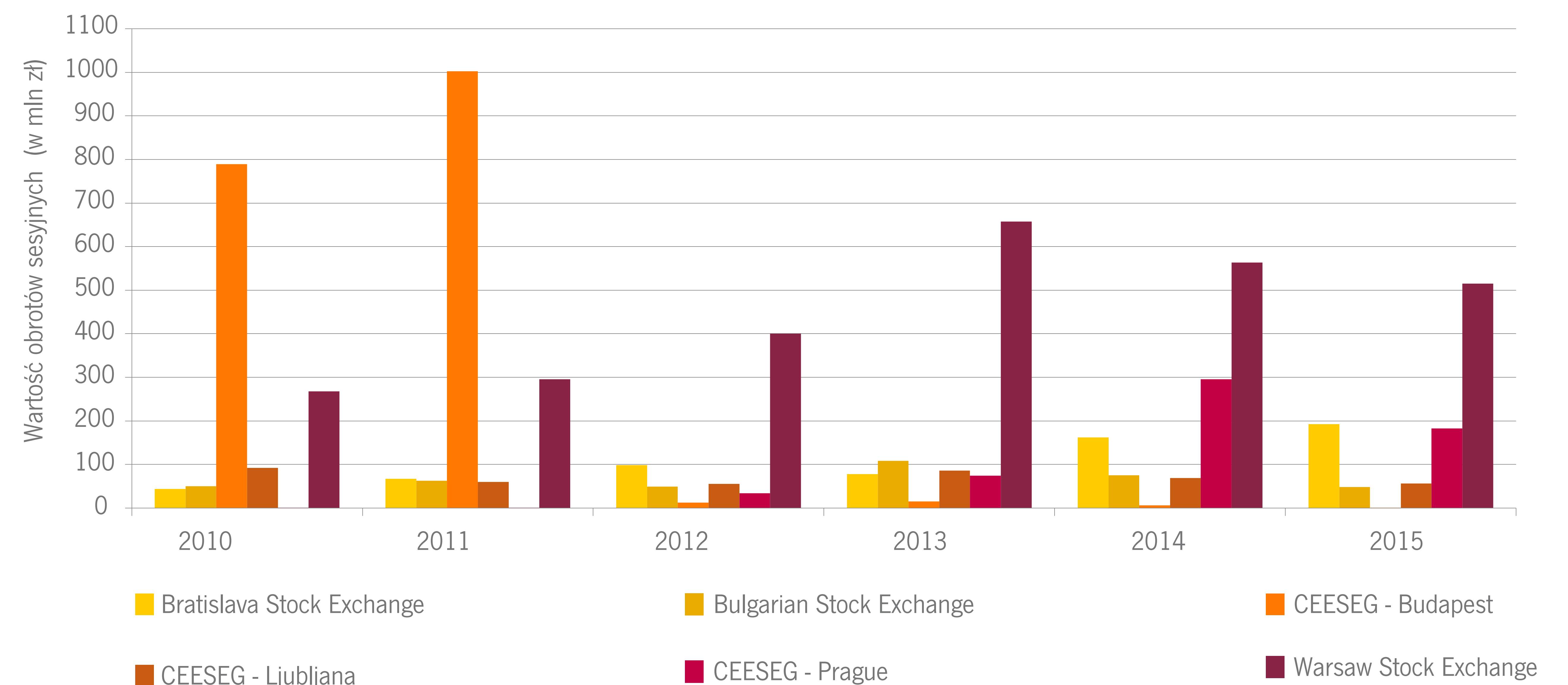
Analizując obligacje korporacyjne, od początku funkcjonowania rynku **łączny obrót sesyjny instrumentami przedsiębiorstw** w ujęciu narastającym osiągnął **6,7 mld zł**. Tym samym, handel tymi instrumentami odpowiadał w Analizowanym Okresie za **52,6% wszystkich zawieranych transakcji**. W samym 2015 roku średni kwartalny obrót obligacjami korporacyjnymi, wynosił 358,3 mln zł, a w całym roku zawarto transakcje opiewające na łączną wartość 1,4 mld zł.

W ciągu ostatnich sześciu lat funkcjonowania, polski Catalyst wygenerował obroty sesyjne rzędu **2,7 mld EUR**, co stanowiło **41,1% wartości transakcji zawartych na wszystkich rynkach obligacji państw Europy Środkowo-Wschodniej**. Z końcem 2015 roku dynamika wzrostu wartości obrotów sesyjnych osiągniętych w całym okresie funkcjonowania rynku Catalyst ukształtowała się na poziomie blisko **17,5% rocznie**.

Wykres 6. Struktura wartości obrotów sesyjnych obligacjami notowanymi na Catalyst według rodzajów instrumentów



Wykres 7. Obroty sesyjne na giełdach obligacji państw Europy Środkowo – Wschodniej w latach 2010-2015



Wzięte pod lupę

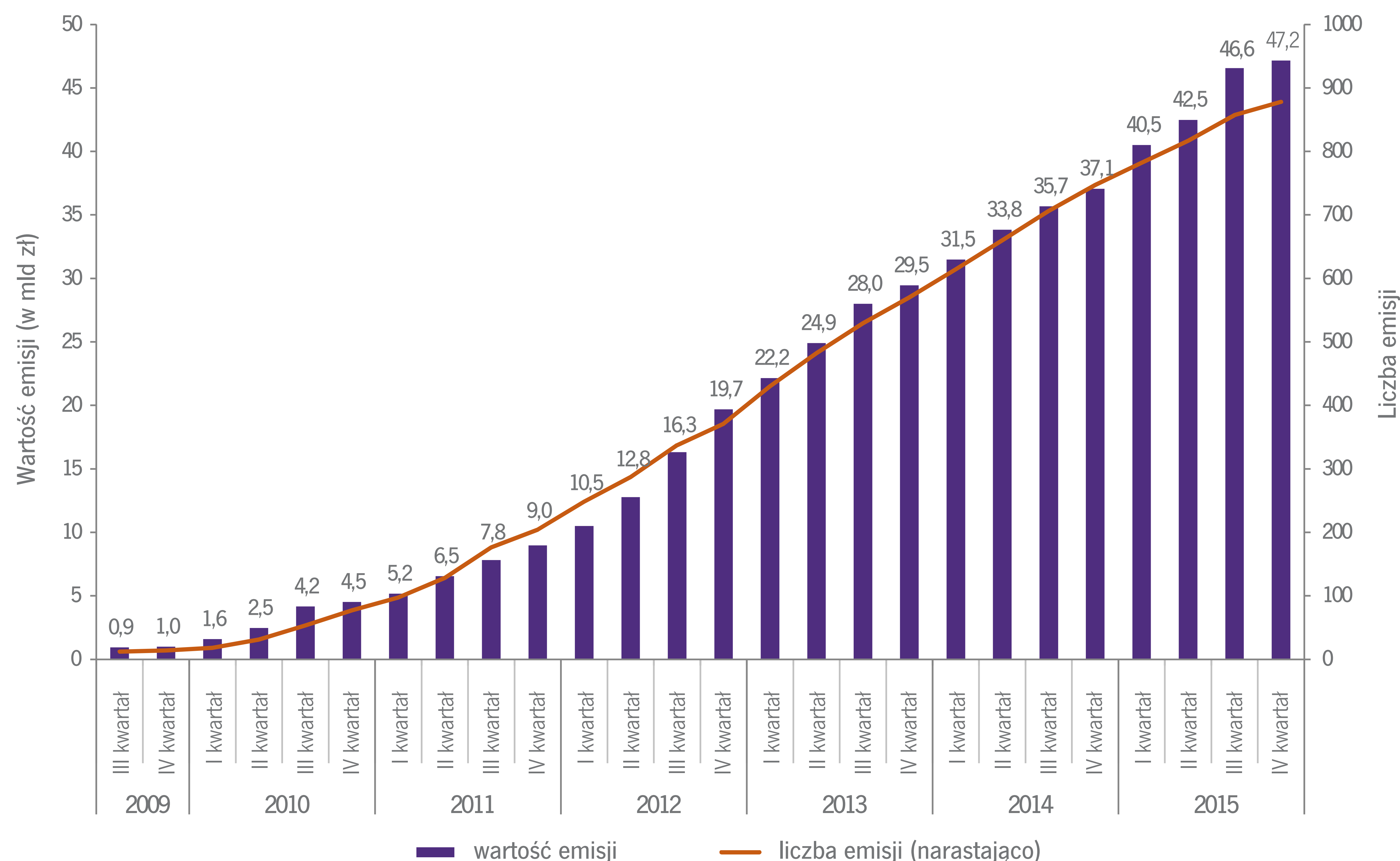
Struktura emisji obligacji

W 2015 roku liczba obligacji wprowadzonych na rynek przez emitentów z Analizowanej Grupy sięgnęła 131 serii wyemitowanych przez 87 podmiotów, z czego 28 debiutowało.

Wartość instrumentów wprowadzonych do obrotu przez podmioty z Analizowanej Grupy była o **2,5 mld zł większa** w porównaniu do 2014 roku i – wyniosła **10,1 mld zł**. Z kolei, **skumulowana wartość kapitału**, jaki wspomniane podmioty

pozyskały poprzez rynek Catalyst w całym Analizowanym Okresie ukształtowała się na koniec 2015 roku na poziomie **47,2 mld zł**, co stanowi **wzrost o 27,2%** w stosunku do wartości analizowanych emisji obligacji z końca 2014 roku.

Wykres 8. Wartość i liczba emisji obligacji w Analizowanej Grupie (narastająco, według dnia pierwszego notowania)



Źródło: Opracowanie własne Grant Thornton



Wzięte pod lupę

Struktura emisji obligacji

W 2015 roku, podobnie jak w roku poprzednim, **najliczniejszą grupę emitentów** na rynku Catalyst stanowiły **podmioty z sektora usług finansowych** (bez uwzględnienia banków) – 18,3% wszystkich emitentów w Analizowanej Grupie. Rynek Catalyst cieszył się również dużym zainteresowaniem wśród **deweloperów, banków oraz gmin**.

Podobnie jak w roku poprzednim, pod względem wysokości kapitału pozyskanego z obligacji, niekwestionowanym liderem w Analizowanej Grupie, pozostaje **Getin Noble Bank**, który do końca 2015 roku przeprowadził łącznie **33 emisje** o wartości **2,65 mld zł**, z czego w samym 2015 roku – 2 emisje

o wartości 150 mln zł.

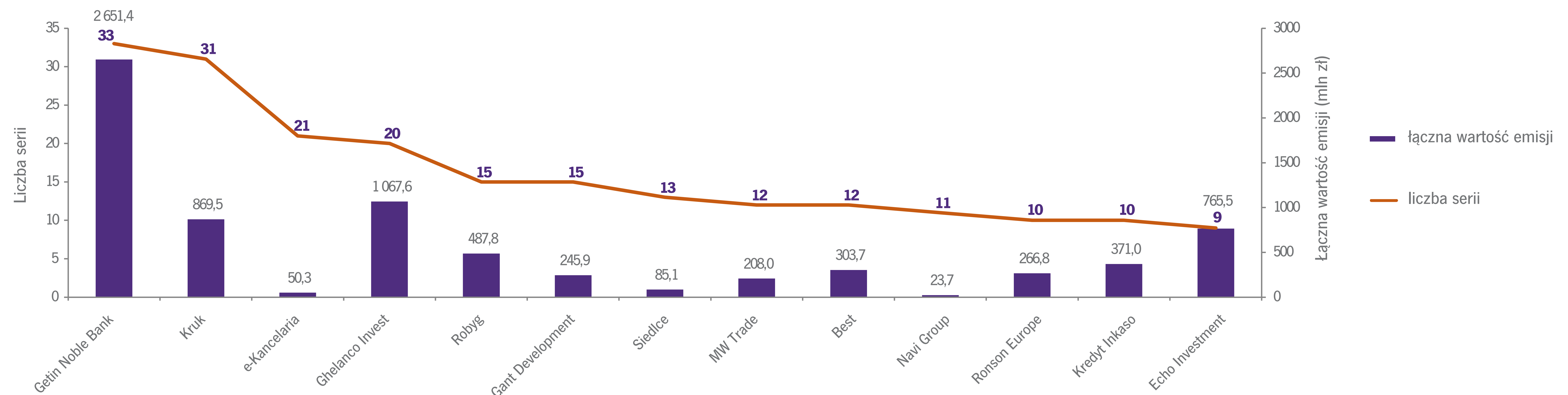
Najmniejsza emisja wprowadzona na Catalyst do końca 2015 roku należała do spółki Veniti – 355 tys. zł, jednak ze względu na zmiany w regulacjach na rynku Catalyst, emitenci mieli możliwość wprowadzenia do obrotu emisji o tak niskiej wartości tylko do końca 2014 roku. Zgodnie z regulacjami obowiązującymi od roku 2015, **wprowadzana na rynek emisja musi mieć wartość nie niższą niż 1 mln zł. Najmniejsza wprowadzona do obrotu w 2015 roku emisja**, spełniająca powyższe kryterium, należała do spółki **Mikrokasa** i opiewała na wartość dokładnie **1 mln zł**.

Tabela 1. Sektory emitentów o największym udziale w strukturze sektorowej emitentów w Analizowanej Grupie obligacji

Sektor	Liczba emitentów	Udział
usługi finansowe	54	18,3%
deweloperzy	48	16,3%
banki	33	11,2%
JST	26	8,8%

Źródło: Opracowanie własne Grant Thornton.

Wykres 9. Emitenci, którzy wyemitowali najwięcej serii obligacji w Analizowanej Grupie



Wzięte pod lupę

Struktura emisji obligacji

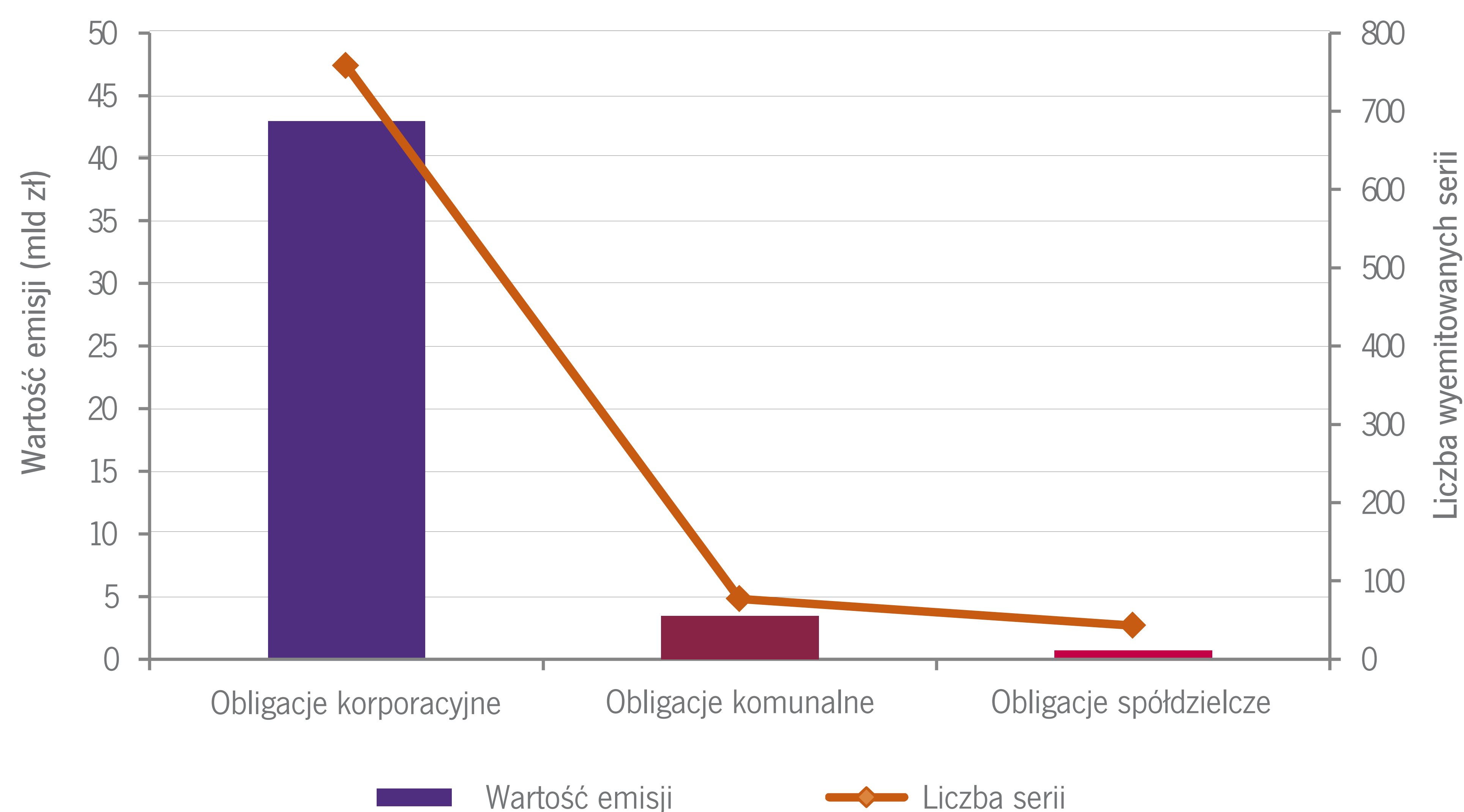
Najwięcej środków z emisji obligacji w Analizowanym Okresie pozyskali emitenci obligacji korporacyjnych – 43,0 mld zł.

W samym 2015 roku **emisje przeprowadzone przez przedsiębiorstwa i banki** stanowiły ponad **99,6%** wszystkich środków pozyskanych poprzez Catalyst przez emitentów z Analizowanej Grupy

obligacji, osiągając wartość niemal **10,1 mld zł**. Pozostali emitenci, do których zaliczyć można JST oraz banki spółdzielcze, wyemitowali w całym Analizowanym Okresie odpowiednio 77 serii obligacji o wartości 3,5 mld zł oraz 43 serie o wartości 0,7 mld zł. W 2015 roku na emisję o wartości 16,0 mln zł zdecydowała się **tylko jedna gmina – Piła**, natomiast wśród obligacji spółdzielczych, do obrotu wprowadzono 4 serie o łącznej wartości 21,1 mln zł.

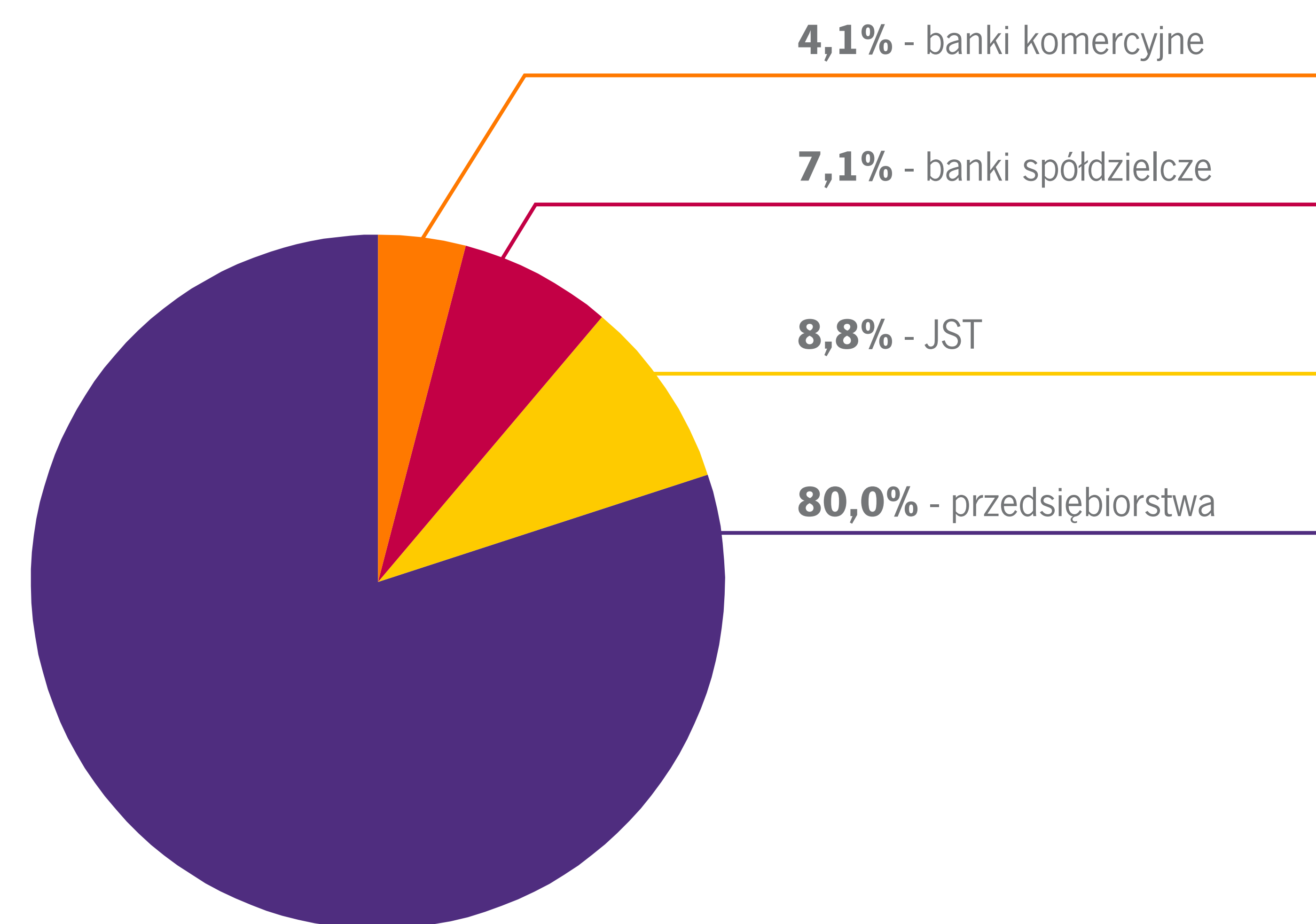
Najliczniejszą grupę emitentów obligacji notowanych na Catalyst niezmiennie stanowią **przedsiębiorstwa**. W całym Analizowanym Okresie na rynku notowanych było **236 spółek**, co przekłada się na **80,0%** wszystkich emitentów z Analizowanej Grupy. Przedsiębiorstwa wyemitowały łącznie **692 serie obligacji**, w tym 116 w samym 2015 roku. Tym samym liczba serii wprowadzonych przez spółki do obrotu obligacji **wzrosła o 20,1%** w stosunku do liczby z końca 2014 roku.

Wykres 10. Wartość pozyskanego kapitału według rodzaju obligacji



Źródło: Opracowanie własne Grant Thornton

Wykres 11. Struktura emitentów obligacji w podziale na typy emitentów



Źródło: Opracowanie własne Grant Thornton

Wzięte pod lupę

Oprocentowanie obligacji w Analizowanej Grupie

Najwyższe w historii rynku oprocentowanie zaoferowała spółka Poznańska 37. Jej obligacje uprawniały inwestorów do odsetek w wysokości 18,83%.

Wśród wprowadzonych na Catalyst instrumentów dłużnych w samym 2015 roku, **najwyższe oprocentowanie (rzędu 10%) ustanowili emitenci tacy jak E-Kancelaria oraz Summa Linguae.**

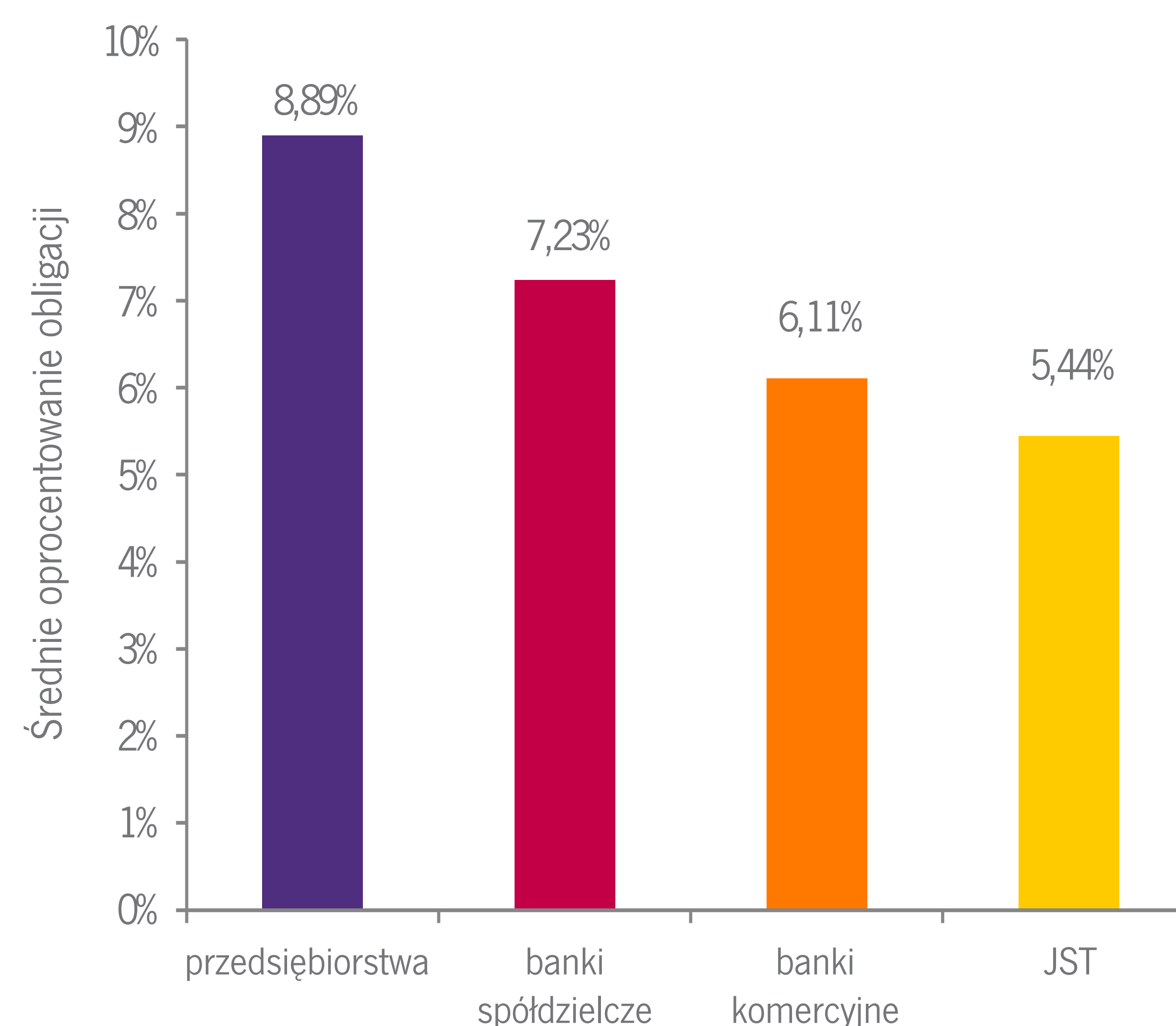
Biorąc pod uwagę średnie oferowane przez emitentów oprocentowanie według pierwszego dnia notowania obligacji w całym Analizowanym Okresie, **najwyższe oprocentowanie** zapewniały **emisje przedsiębiorstw**, a wynosiło ono średnio **8,89%. Obligacje gmin**, uważane za instrumenty znacznie bezpieczniejsze od obligacji spółdzielczych i korporacyjnych, były jednocześnie **najniżej oprocentowane**, bo średnio stopą **5,44%.**

Na skutek cyklicznego obniżania stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej

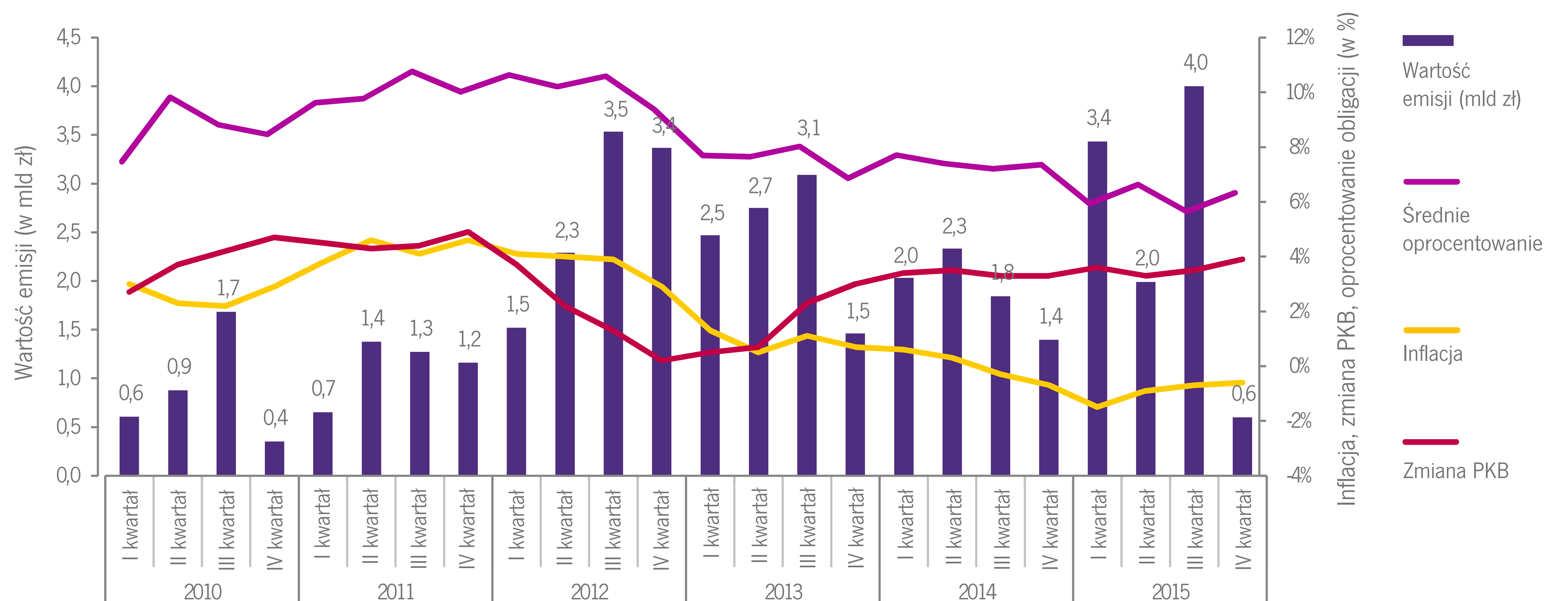
oraz obniżenia poziomu inflacji w Analizowanym Okresie, średnie oprocentowanie oferowane przez emitentów na dzień wprowadzenia emisji do obrotu malało, począwszy od III kwartału 2011 roku z poziomu 10,76% do 6,33% w IV kwartale 2015 roku. Samo średnie rynkowe oprocentowanie wszystkich obligacji w Analizowanej Grupie, notowanych w dniu 31 grudnia 2015 roku było jeszcze niższe i wynosiło 5,82%*.

*Analizę oparto na przewidywanych okresach do wykupu przedstawianych w dokumentach emisyjnych spółek

Wykres 12. Średnie oprocentowanie obligacji w Analizowanym Okresie ze względu na typ emitenta



Wykres 13. Średnie oprocentowanie obligacji na dzień wprowadzenia do obrotu na tle poziomu inflacji, dynamiki PKB oraz wartości emisji w okresie I kw. 2010 - IV kw. 2015 roku



Wzięte pod lupę

Oprocentowanie obligacji w Analizowanej Grupie

Pod względem średniego oferowanego przez emitentów na dzień debiutu oprocentowania obligacji w podziale na sektory, do największych odsetek uprawniali obligatariuszy instrumenty emitentów z **sektora przemysłowego**. Ich oprocentowanie w całym Analizowanym Okresie kształtowało się średnio na poziomie **8,86%**. Z perspektywy poszczególnych branż, największy średni kupon oferowały **spółki energetyczne (10,64%)** i **technologiczne (10,60%)**.

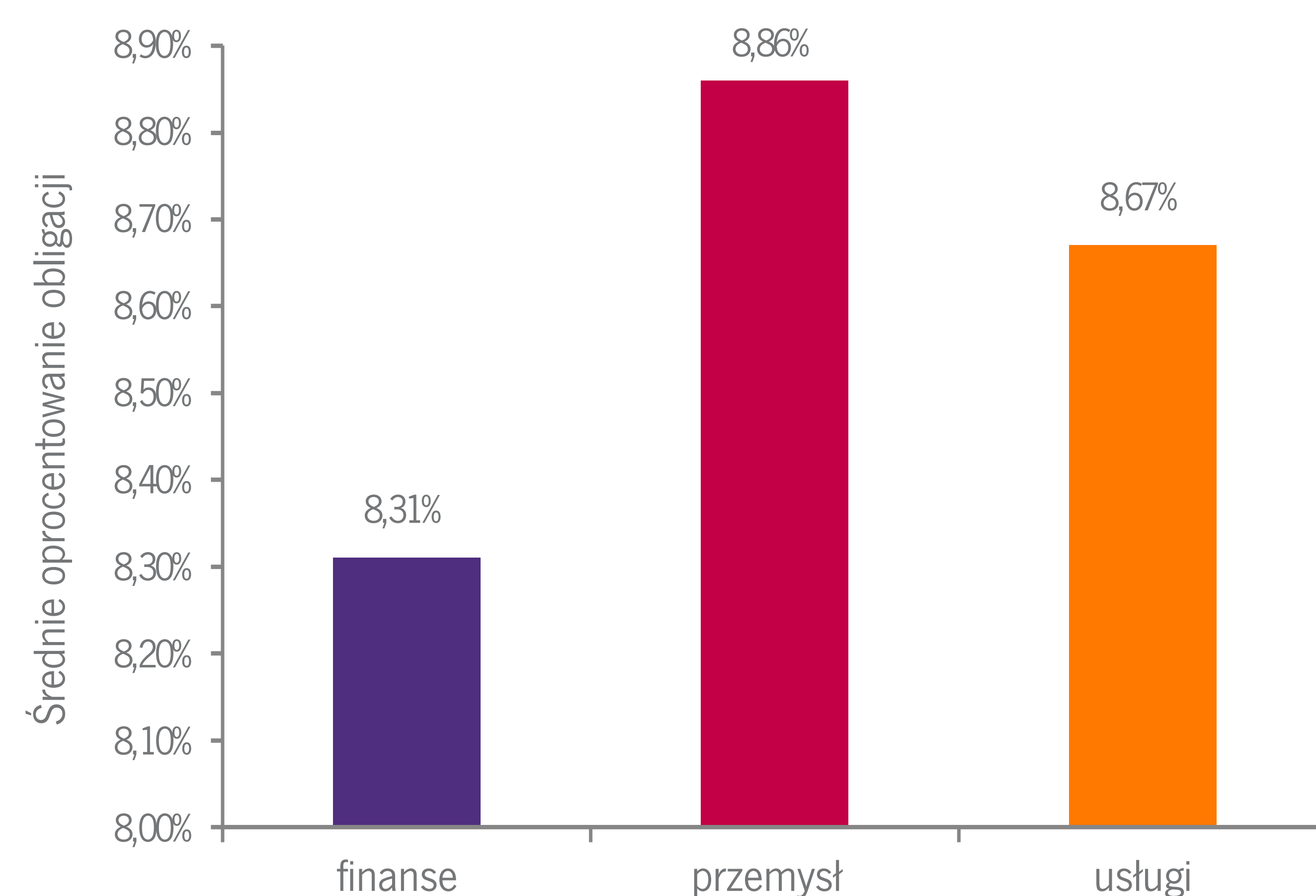
Stopa oprocentowania obligacji w **sektorze usługowym** była na podobnym poziomie – **8,67%**,

natomiast obligacje **sektora finansowego**, reprezentowanego przez banki komercyjne i spółdzielcze, a także przedsiębiorstwa zajmujące się świadczeniem usług finansowych, pozwalały inwestorom zarobić najmniej, bo średnio **8,31%**. W samym 2015 roku spółki z sektora finansowego oferowały najwyższe oprocentowanie, średnio 6,22%, natomiast w sektorze usług średni kupon kształtował się na poziomie 6,15%. Oprocentowanie oferowane w sektorze przemysłowym było najniższe i wynosiło średnio 5,89%.



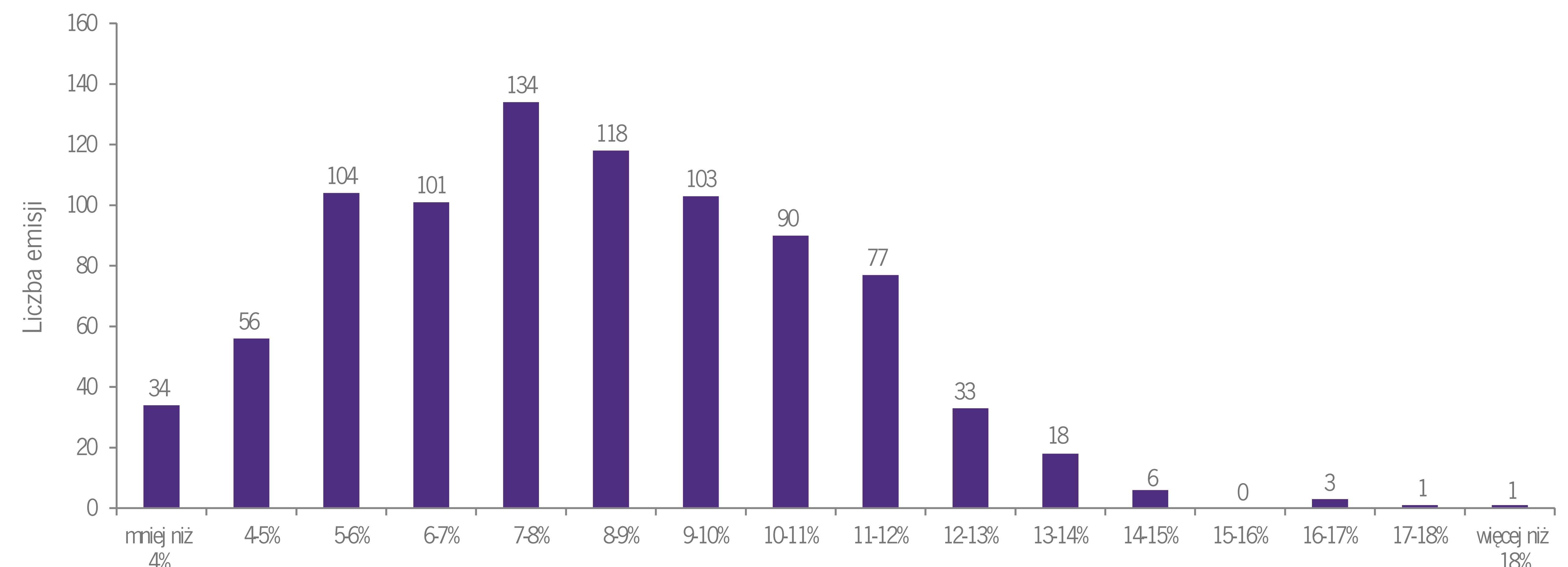
Do końca 2015 roku emitenci najchętniej oferowali obligacje z oprocentowaniem znajdującym się w przedziale od 7% do 8% – 134 emisje.

Wykres 14. Średnie oprocentowanie wprowadzonych do obrotu obligacji w podziale na sektor działalności emitenta



Źródło: Opracowanie własne Grant Thornton

Wykres 15. Liczba emisji obligacji o danym przedziale oprocentowania



Źródło: Opracowanie własne Grant Thornton

Wzięte pod lupę

Zabezpieczenie obligacji w Analizowanej Grupie

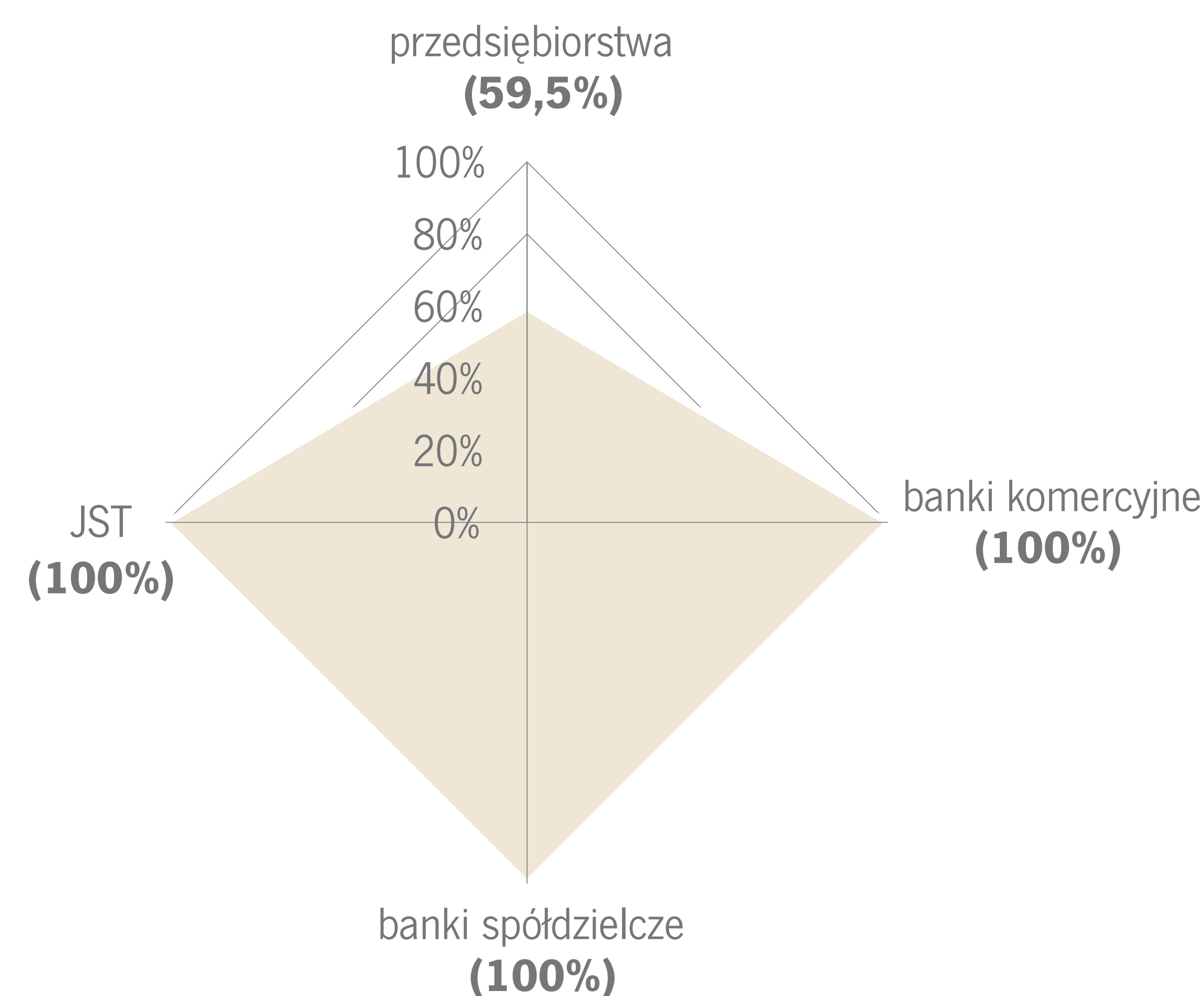
Jednym z ważnych dla inwestorów czynników na etapie podejmowania decyzji o inwestycji w obligacje jest zabezpieczenie emisji.

Emitenci, decydujący się na pozyskanie kapitału poprzez rynek Catalyst, powinni zadbać o ustanowienie odpowiedniego zabezpieczenia swoich instrumentów dłużnych, zwłaszcza jeśli emisji dokonują po raz pierwszy. Ustanowienie zabezpieczenia nie jest jednak bezwzględnym wymogiem. Spółki znane inwestorom, a także

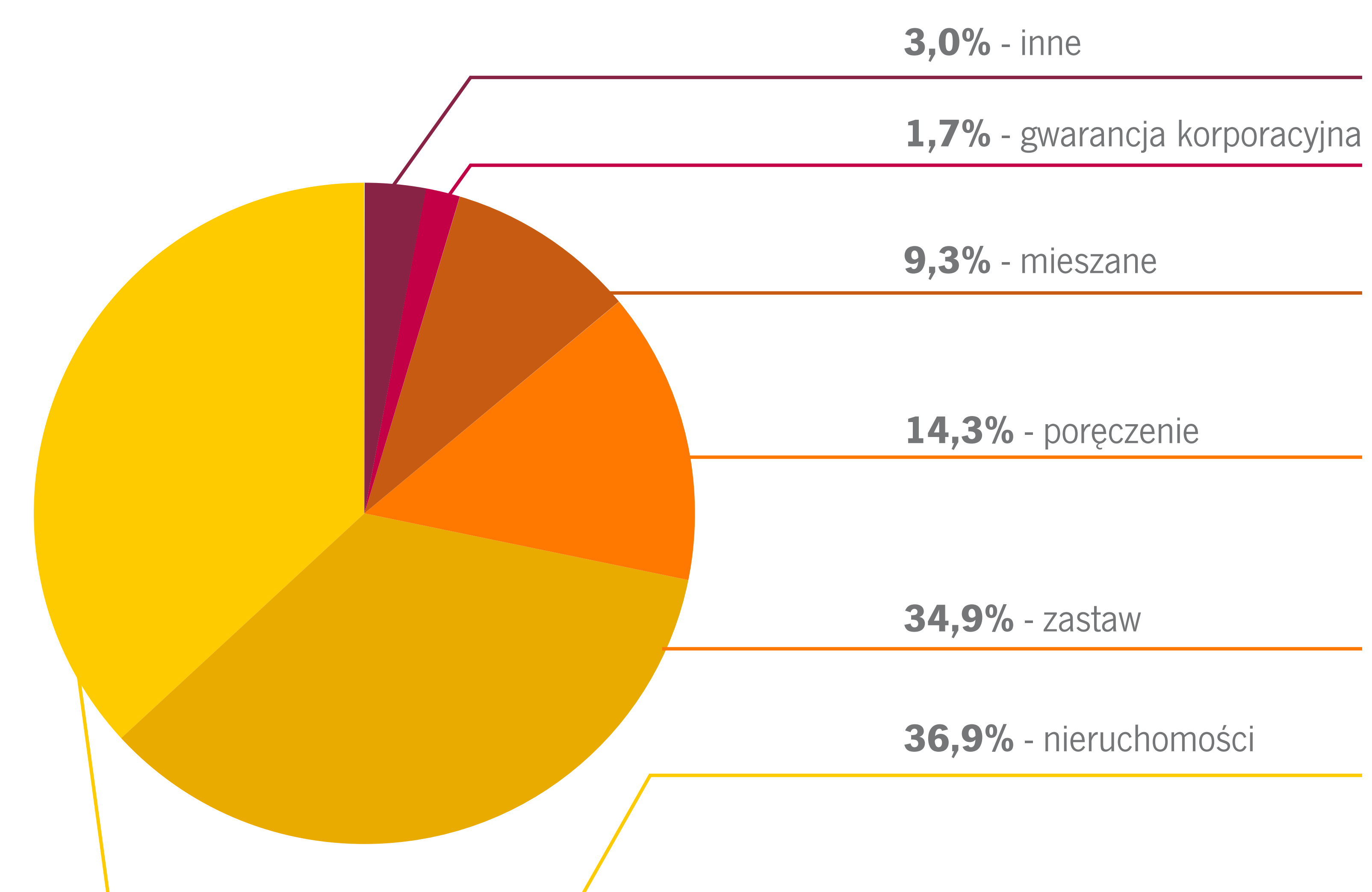
będące instytucjami zaufania publicznego – banki oraz najbezpieczniejsze – gminy, z reguły zabezpieczenia nie ustanawiają. Wśród emisji wprowadzonych na rynek w 2015 roku **największy udział miały obligacje niezabezpieczone – 64,6%. Do emitentów decydujących się na ustanowienie zabezpieczenia należały tylko przedsiębiorstwa**, jednak i wśród emisji tego typu emitentów, do końca 2015 roku obligacje niezabezpieczone stanowiły duży udział, bo aż 59,5% wszystkich instrumentów wprowadzonych do obrotu od początku funkcjonowania rynku.

Analizując samą strukturę zabezpieczeń w minionym 2015 roku, przedsiębiorstwa najczęściej decydowały się na zabezpieczenie w postaci ustanowienia **zastawu – 42,6%** oraz **hipoteki – 25,5%**. Tego typu zabezpieczenia spłaty długu cieszą się dużą popularnością wśród spółek już od wielu lat, o czym świadczy struktura ustanawianych zabezpieczeń obejmująca wszystkie emisje wprowadzone na rynek od początku jego funkcjonowania, gdzie nieruchomości i zastaw stanowią kolejno 36,9% oraz 34,9% wszystkich rodzajów zabezpieczeń.

Wykres 16. Udział emisji niezabezpieczonych w emisjach poszczególnych typów emitentów z Analizowanej Grupy



Wykres 17. Struktura zabezpieczeń emisji obligacji przedsiębiorstw w Analizowanym Okresie



Dobre źródło finansowania

Dofinansowanie zewnętrzne to obecnie potrzeba wielu przedsiębiorstw. Przedsiębiorcy są coraz bardziej świadomi, że bez dokapitalizowania z zewnątrz nie są w stanie realizować ambitnych planów lub – co gorsza – zapewnić wystarczających źródeł finansowania bieżącej działalności. Pomimo, że temat pozyskania finansowania jest obecnie dość powszechny, nadal wiele spółek ma trudności przy podejmowaniu decyzji, jakie źródło kapitału będzie dla nich najbardziej optymalne. Bez wątplenia, bardzo popularnym i – w ocenie wielu przedsiębiorców – najbardziej odpowiednim sposobem pozyskania finansowania jest kredyt bankowy. Powyższe stwierdzenie oparte jest na

statystykach NBP, które pokazują, że **z końcem 2015 roku należności banków z tytułu kredytów dla przedsiębiorstw wynosiły niemal 281,5 mld zł. W tym samym czasie wartość obligacji korporacyjnych notowanych na Catalyst osiągnęła 60,5 mld zł.** Należy jednak pamiętać, że choć przeważająca liczba emisji obligacji jest przedmiotem wprowadzenia na rynek Catalyst, to w przypadku części emisji, emitenci nie decydują się na notowanie swoich instrumentów (np. emisje wewnątrz grupy kapitałowej). Stąd też całkowita wartość kapitału pozyskanego poprzez ten instrument dłużny jest trudna do oszacowania.



Dobre źródło finansowania

Case study

Emisja obligacji jest dla emitenta **elastyczną, w stosunku do kredytu bankowego, formą pozyskania kapitału i jednocześnie atrakcyjną formą lokowania środków dla inwestorów**, zwłaszcza w dobie niskooprocentowanych lokat bankowych. Dużym udogodnieniem dla przedsiębiorstw jest elastyczność w ustalaniu Warunków Emisji. Co więcej, to spółka jest stroną mającą duży wpływ na ustalenie ostatecznego oprocentowania, harmonogramu wypłaty odsetek czy wysokości oraz rodzaju zabezpieczenia. Dodatkowo, emitent nie jest zobowiązany do określenia celu emisji, co daje mu większą dowolność wydatkowania pozyskanych środków.

Emisja obligacji o wartości 1,448 mln zł krakowskiego biura tłumaczeń Summa Linguae związana była z realizacją planów inwestycyjnych dotyczących rozwoju poprzez konsolidację branży. Zaoferowane inwestorom obligacje były jednymi z najwyżej oprocentowanych dłużnych papierów wartościowych, wprowadzonych do obrotu w 2015 roku. Będąc spółką z branży usługowej, emitent zabezpieczył wyemitowane instrumenty czterema poręczeniami udzielonymi przez dwie osoby fizyczne będące głównymi akcjonariuszami oraz przez należące do nich dwie spółki cypryjskie. Dodatkowo spółka zapewniła sobie możliwość częściowej lub całkowitej spłaty zadłużenia przed terminem jego spłaty tj. lipcem 2017 roku, bez wypłaty należnej z tego tytułu premii dla obligatariuszy.

Kod emisji	SUL0717
Od kiedy na rynku (w latach)	1
Branża	Inne
Wartość emisji	1 448 000 zł
Oprocentowanie	10%
Zabezpieczenie	Poręczenie
Okres emisji (w latach)	2,5
Łączna wartość wszystkich emisji na Catalyst	1 448 000 zł

W przypadku udzielanych kredytów, banki wymagają różnych form zabezpieczenia, co często uniemożliwia spółkom zwiększanie zadłużenia, gdy możliwości w tym zakresie zostaną wyczerpane. Obligacje dają więcej możliwości. Emitent może ustanowić bardziej różnorodne zabezpieczenie, np. na należnościach czy koszyku wierzytelności, bądź wcale nie zabezpieczać emisji (choć na to mogą pozwolić sobie wybrani emitenci). Dzięki zachowaniu znaczącej decyzyjności po stronie spółki, emisja instrumentów dłużnych może być w konsekwencji lepiej dopasowana do jej możliwości niż finansowanie dłużne z innych źródeł.

Emisja obligacji o wartości 50 mln zł polskiego producenta okien drewnianych Pozbud T&R związana była ze spłatą zobowiązań z tytułu zawartych umów o kredyt zabezpieczony majątkiem spółki. Zarząd zdecydował o spłacie kredytów w celu zwolnienia zabezpieczeń ustanowionych na majątku, co w ocenie spółki umożliwiałoby ustanowienie nowych limitów gwarancyjnych u ubezpieczycieli niezbędnych w bieżącej działalności emitenta, a w rezultacie pozwoli na uczestnictwo w kolejnych kontraktach budowlanych. Emitent zobowiązał się do przeprowadzenia po 3 latach od dnia emisji przedterminowego wykupu 40% wyemitowanych obligacji. Prawo do przedterminowego wykupu obligacji na własne żądanie zagwarantował sobie po 2 latach od dnia emisji – w tym przypadku zostanie wypłacona obligatariuszom premia w wysokości 1% wartości nominalnej obligacji podlegających przedterminowemu wykupowi.

Kod emisji	POZ0219
Od kiedy na rynku (w latach)	1
Branża	Materiały budowlane
Wartość emisji	50 000 000 zł
Oprocentowanie	WIBOR6M + 2,5 p.p.
Zabezpieczenie	Brak zabezpieczenia
Okres emisji (w latach)	4
Łączna wartość wszystkich emisji na Catalyst	50 000 000 zł

Dobre źródło finansowania

Case study

Do kluczowych czynników, które mogą mieć wpływ na powodzenie procesu pozyskania finansowania, należy zaliczyć: przedmiot działalności, kondycję finansową spółki oraz okres jej funkcjonowania na rynku, a także to, czy kiedykolwiek wcześniej pozyskiwała już finansowanie zewnętrzne. Przedsiębiorstwa, których sytuacja finansowa generuje wysoki poziom ryzyka inwestycyjnego, a tym samym ogranicza możliwość pozyskania kapitału zewnętrznego, mogą upatrywać alternatywy w emisji dłużnych papierów wartościowych. Wówczas takie podmioty mogą pozyskać niezbędne

finansowanie poprzez emisję obligacji z atrakcyjnymi dla inwestora parametrami emisji, które jednocześnie pozwolą emitentowi pozyskać kapitał na przystępnych warunkach. Oczywiście, jednym z kluczowych warunków powodzenia emisji jest przekonanie inwestorów, że środki zostaną zagospodarowane przez spółkę w jak najbardziej efektywny sposób, a emitent nie będzie miał problemów z wypłatą należnych odsetek i zwrotem pożyczonego kapitału w dniu wykupu obligacji.



Emisja obligacji 2C Partners pod koniec III kwartału 2014 roku, z której środki zostały przeznaczone na wykup obligacji serii B oraz finansowanie działalności inwestycyjnej spółki, w tym realizację nowych projektów inwestycyjnych. 2C Partners prowadzi działalności deweloperską, a dokładniej specjalizuje się w restrukturyzacji nieruchomości mieszkalnych, w szczególności wielorodzinnych. Działalność ta charakteryzuje się wysokimi nakładami inwestycyjnymi ponoszonymi w początkowej fazie realizacji projektów, natomiast potencjalne przepływy pieniężne są generowane dopiero po ich ukończeniu, przy założeniu, że strona popytowa rynku będzie zainteresowana daną inwestycją. Spółka pozyskała w ramach emisji 3 mln zł, przy stałym oprocentowaniu rzędu 9,5%, które było najwyższe wśród obligacji wyemitowanych przez spółki z tej branży notowane na rynku Catalyst w 2015 roku.

Kod emisji	2CP0317
Od kiedy na rynku (w latach)	3
Branża	Deweloperzy
Wartość emisji	3 000 000 zł
Oprocentowanie	9,5%
Zabezpieczenie	Brak zabezpieczenia
Okres emisji (w latach)	2,5
Łączna wartość wszystkich emisji na Catalyst	16 806 000 zł

Dobre źródło finansowania

Case study

Emisja dłużnych instrumentów finansowych staje się również sposobem na pozyskanie kapitału dla dużych i rozpoznawalnych spółek, w przypadku których inwestorzy identyfikują mniejsze ryzyka. Jak pokazuje praktyka rynkowa, w przypadku emisji podmiotów o wysokiej wiarygodności inwestorzy wręcz wyczekują dnia otwarcia zapisów na obligacje i niejednokrotnie popyt przewyższa podaż.

Emisja obligacji Tauron Polska Energia jesienią 2014 roku, związana z finansowaniem programu inwestycyjnego, zakładającego m.in. budowę nowoczesnego bloku 910 MW w Elektrowni Jaworzno III, została objęta w całości przez inwestorów instytucjonalnych. Popyt był tak duży, że emitent podniósł planowaną wartość oferty z 1 mld zł do 1,75 mld zł oraz uzyskał bardzo atrakcyjne oprocentowanie na poziomie WIBOR 6M + 0,9 p.p. marży. Jednocześnie ta niezabezpieczona emisja była największą ofertą przeprowadzoną w 2014 roku oraz drugą pod tym względem w całej historii polskiego rynku korporacyjnych papierów dłużnych. W marcu 2015 roku obligacje zadebiutowały na Catalyst, dzięki czemu stały się dostępne dla szerokiego grona inwestorów, w tym indywidualnych.

Kod emisji	TPE1119
Od kiedy na rynku (w latach)	1
Branża	Energetyka
Wartość emisji	1 750 000 000 zł
Oprocentowanie	WIBOR 6M + 0,9 p.p.
Zabezpieczenie	Brak zabezpieczenia
Okres emisji (w latach)	5
Łączna wartość wszystkich emisji na Catalyst	1 750 000 000 zł



Dobre źródło finansowania

Zmiany, zmiany, zmiany... czyli kolejne modyfikacje w regulacjach

Bez wątpienia, najważniejszym czynnikiem mającym wpływ na bezpieczeństwo obrotu na rynku kapitałowym są regulacje prawne, które warunkują prawidłowe funkcjonowanie zarówno instrumentów finansowych, ich emitentów oraz inwestorów.

Catalyst jest stosunkowo młodym rynkiem, stanowiącym dla emitentów efektywne źródło pozyskiwania finansowania, a z punktu widzenia inwestorów – oferuje możliwość inwestycji w instrumenty dłużne szerokiego grona emitentów. Wzrost zainteresowania polskim rynkiem obligacji, a także jego potencjał, sprawiły, że już w 2013 roku Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. rozpoczęła proces wprowadzania szeregu zmian w obowiązujących regulacjach, między innymi w zakresie obowiązków informacyjnych emitentów, mających na celu m.in. poprawę bezpieczeństwa obrotu instrumentami na rynku. Zmiany w regulacjach, z którymi uczestnicy rynku mają do czynienia od ostatnich kilku lat, można pożytywać jako wstęp do nadchodzących kolejnych przemian.

Już 3 lipca 2016 roku wejdą w życie przepisy Rozporządzenia MAR, które mają za założenia ujednolicić obowiązki informacyjne emitentów na rynkach kapitałowych w całej Unii Europejskiej.

Nowe regulacje będą miały przełożenie na sposób wypełniania obowiązków informacyjnych przez emitentów akcji i instrumentów dłużnych, zarówno na rynku regulowanym, jak i w Alternatywnym Systemie Obrotu, w tym na Catalyst.

Rozporządzenie MAR na nowo definiuje **pojęcie informacji poufnej**. Według nowych regulacji w tym zakresie, najbardziej istotną zmianą jest obowiązek raportowania przez emitentów informacji poufnych dotyczących zajścia poszczególnych zdarzeń, na które składa się kilka etapów mających miejsce w dłuższej perspektywie czasu, w trakcie działalności emitenta, jeżeli zostaną spełnione kryteria pozwalające uznać daną, częściową informację za poufną. Ponadto, Rozporządzenie **uchyla obowiązujący dotychczas katalog standardowych zdarzeń wymagających raportowania, zawartych w załącznikach Nr 3 i Nr 4 do Regulaminu Alternatywnego Systemu Obrotu**, oraz w przypadku instrumentów notowanych na rynku regulowanych w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009 roku w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim, co jednocześnie oznacza, że to **emitent będzie**



odpowiedzialny za zakwalifikowanie danej informacji jako poufnej i wypełnienie obowiązku jej zaraportowania. Co ważne, MAR znosi możliwość przekazywania informacji do wiadomości publicznej w terminie nie późniejszym niż 24 godziny – według nowych regulacji emitenci będą zobowiązani raportować o zajściu zdarzenia niezwłocznie.

MAR dopuszcza możliwość opóźniania przekazania informacji poufnej, co będzie dotyczyło również emitentów w ASO. Warunkiem jest jednak spełnienie odpowiednich przesłanek ku takiemu działaniu, do których można zaliczyć m.in. zaistnienie ryzyka, iż niezwłoczne opublikowanie danej informacji niekorzystnie wpłynie na emitenta. Jednocześnie, koniecznym jest w takiej sytuacji, po spełnieniu obowiązku w postaci przekazania informacji poufnej w formie raportu, niezwłoczne złożenie do Komisji Nadzoru Finansowego (KNF) stosownych wyjaśnień dotyczących przyczyn opóźnienia przekazania informacji poufnej.

Dobre źródło finansowania

Zmiany, zmiany, zmiany... czyli kolejne modyfikacje w regulacjach

Ważną zmianą dla emitentów i inwestorów na rynku Catalyst będzie **konieczność informowania o transakcjach na obligacjach przez osoby pełniące w spółce obowiązki zarządcze oraz osoby blisko z nimi związane**. Do tej pory prawo krajowe przewidywało tego typu działanie tylko w przypadku insiderów (osób mających dostęp do informacji poufnych) emitentów akcji. W myśl nowych przepisów, gdy wartość zawieranych transakcji przekroczy w trakcie roku kalendarzowego 5 tys. EUR, osoby zobowiązane będą musiały poinformować emitenta oraz KNF o każdej kolejnej transakcji niezwłocznie, lecz nie później niż w ciągu trzech dni od jej zawarcia. Ponadto, MAR wprowadza również **zmiany dotyczące okresów zamkniętych, które według nowych uregulowań będą trwały 30 dni przed przekazaniem raportu okresowego**, niezależnie od tego, jakiego okresu on dotyczy. **W trakcie okresu zamkniętego osoby pełniące obowiązki zarządcze u emitenta nie będą mogły dokonywać żadnych transakcji** na akcjach, instrumentach dłużnych czy instrumentach pochodnych zarówno na swój rachunek, jak i rachunek osoby trzeciej.

Rozporządzenie MAR znacząco podnosi **odpowiedzialność zarządów emitentów za prawidłowe wypełnianie obowiązków informacyjnych względem rynku**, co jednocześnie będzie związane również ze wzrostem wysokości

nakładanych przez KNF kar za nadużycia. Samo Rozporządzenie MAR definiuje jedynie ich maksymalne progi, które obowiązywać będą we wszystkich państwach członkowskich UE. Biorąc jednak pod uwagę wysokość podanych kwot, będą one znacznie wyższe niż obowiązujące do tej pory w prawie krajowym. W przypadku naruszenia obowiązku podania informacji poufnej do publicznej wiadomości, emitent będzie musiał liczyć się z **karą rzędu do 2,5 mln EUR lub 2% jego obrotów, a w przypadku osoby fizycznej – karą do 1 mln EUR**.

Niewątpliwie zmiany wprowadzane przez Rozporządzenie MAR budzą wiele obaw emitentów. Nowe regulacje prawne mają jednak wyeliminować asymetrię informacji, dzięki której istnieje ryzyko uprzywilejowania części inwestorów.

Ponadto, w rezultacie prawidłowego wykonywania obowiązków informacyjnych oczekuje się wzrostu zaufania inwestorów zarówno do emitentów, jak i do całego rynku kapitałowego. Dodatkowo, raportowanie według nowych regulacji może przyczynić się do obniżenia kosztu pozyskania kapitału z kolejnej emisji. Poprawa transparentności spółki może pozwolić emitentowi na większą elastyczność w określaniu Warunków Emisji i w rezultacie doprowadzić do ustanowienia oprocentowania obligacji na niższym poziomie.

Najważniejsze z punktu widzenia emitenta jest odpowiednie przygotowanie się do wypełniania obowiązków informacyjnych według nowych regulacji. Zbudowanie indywidualnych procedur informacyjnych w spółce, w tym katalogu zdarzeń generujących informacje poufne oraz zasad, na podstawie których informacje te będą identyfikowane, pomoże spółkom płynnie poruszać się w świetle nowych regulacji i tym samym wypełniać obowiązki informacyjne w sposób prawidłowy.



Dobre źródło finansowania

Rynek Catalyst sposobem pozyskania kapitału

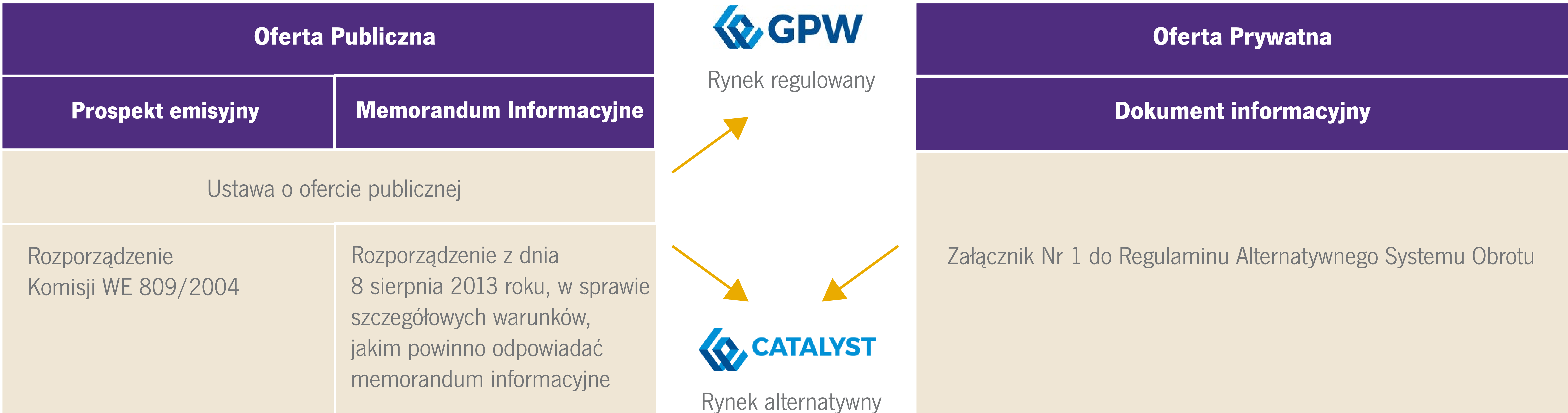
Zgodnie z obowiązującym ustawodawstwem, do emisji obligacji korporacyjnych uprawnione są spółki komandytowo-akcyjne, osoby prawne, w tym podmioty prowadzące działalność gospodarczą lub utworzone wyłącznie w celu przeprowadzenia emisji obligacji (spółki celowe). Sam proces emisji może zostać przeprowadzony w formie Oferty Publicznej lub Prywatnej.

Emisja obligacji przeprowadzona w trybie Oferty Publicznej polega na udostępnieniu

co najmniej 150 osobom lub nieoznaczonej liczbie inwestorów, w dowolnej formie i w dowolny sposób informacji o oferowanych obligacjach oraz warunkach ich nabycia, natomiast emisja obligacji przeprowadzona w trybie Oferty Prywatnej jest skierowana do co najwyżej 149 imiennie wskazanych inwestorów. Czas trwania procesu pozyskania finansowania w ramach Oferty Publicznej jest z reguły dłuższy niż w przypadku Oferty Prywatnej i wiąże się z koniecznością poniesienia większych kosztów przeprowadzenia tego typu emisji. Zaletą Oferty Publicznej jest

natomiast nieograniczony dostęp do potencjalnych inwestorów, m.in. poprzez możliwość prowadzenia szeroko pojętych działań promocyjnych, dzięki którym dotarcie do inwestorów jest łatwiejsze. Za Ofertą Prywatną przemawiają z kolei wymogi formalne, związane z procesem emisji obligacji, które są mniej skomplikowane w porównaniu do Oferty Publicznej. **W 2015 roku, w Analizowanej Grupie przeprowadzono 131 nowych emisji, z których 18% zostało przeprowadzone w trybie Oferty Publicznej.**

Rysunek 1. Oferta Publiczna vs Oferta Prywatna



Dobre źródło finansowania

Rynek Catalyst sposobem pozyskania kapitału

W zależności od różnych czynników, w tym typu oferty, proces emisji obligacji oraz wprowadzenie na rynek Catalyst może znacząco się różnić. **W przypadku Oferty Prywatnej proces ten standardowo może trwać od 4 do 6 miesięcy, z kolei w przypadku Oferty Publicznej do około 9 miesięcy.**

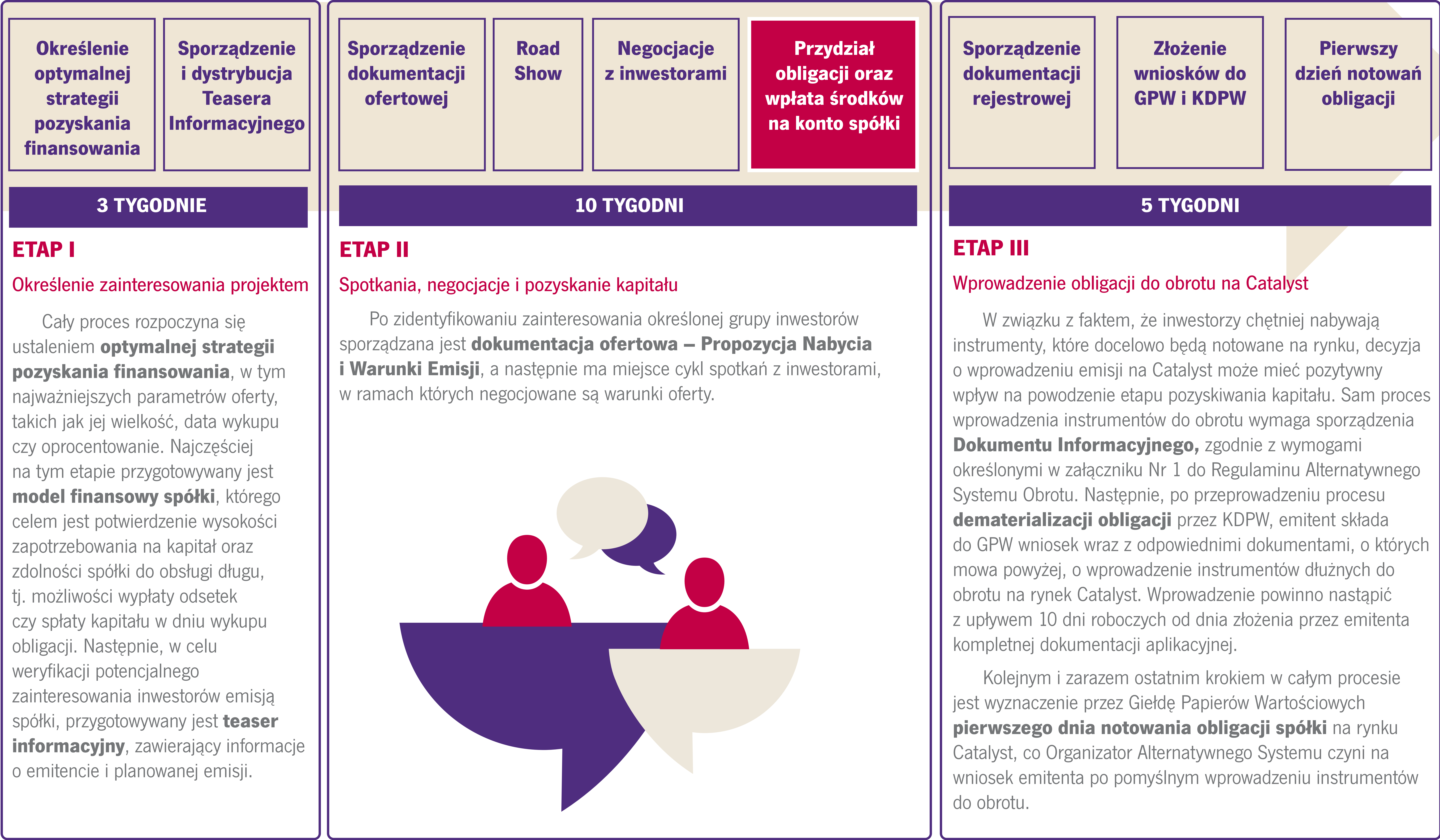
Rysunek 2. Proces emisji obligacji na Catalyst w trybie Oferty Publicznej



Dobre źródło finansowania

Rynek Catalyst sposobem pozyskania kapitału

Rysunek 3. Proces emisji obligacji na Catalyst w trybie Oferty Prywatnej



Informacje o badaniu

Raport został opracowany w oparciu o szczegółową analizę publicznie dostępnych dokumentów emisyjnych poszczególnych serii obligacji. Ponadto, autorzy opierali się na bazach danych Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., Głównego Urzędu Statystycznego, Narodowego Banku Polskiego, Federation of European Securities Exchanges (FESE), branżowych serwisach informacyjnych oraz innych danych z giełd Europy Środkowo – Wschodniej.

Dane zaprezentowane na wykresach i w tabelach zostały opracowane przez Grant Thornton na podstawie danych źródłowych dla 878 emisji przeprowadzonych w okresie od 30 września 2009 do 31 grudnia 2015 roku, chyba, że zaznaczono inaczej.

Przy analizie poszczególnych emisji w czasie brano pod uwagę daty wprowadzenia obligacji na rynek, chyba, że zaznaczono inaczej.

Analizę oprocentowania obligacji oparto na stawkach oprocentowania właściwych na dzień wprowadzenia obligacji do obrotu, chyba, że zaznaczono inaczej.

Analizując wartości poszczególnych emisji uwzględniono ich wartości na dzień wprowadzenia do obrotu.

W analizie liczby emisji wzięto pod uwagę liczbę emisji wprowadzonych do obrotu, niezależnie od faktu, czy wybrane emisje określonych emitentów były asymilowane po dniu ich wprowadzenia.

Dokonując analizy poszczególnych wartości przyjęto dwa sposoby prezentowania danych:

- w przypadku wartości liczbowych i analizy ich struktury - przyjęto zaokrąglenie do części dziesiętnych;
- w przypadku analizy wartości oprocentowania - przyjęto zaokrąglenie do części setnych.



Kontakt



Dariusz Bednarski

Partner Zarządzający

T: +48 61 625 13 14

M: +48 601 728 683

E: dariusz.bednarski@pl.gt.com



Rafał Śmigórski

Partner

T: +48 61 625 13 20

M: +48 607 665 736

E: rafal.smigorski@pl.gt.com



Dariusz Bugajski

Dyrektor

T: +48 22 205 48 43

M: +48 693 332 625

E: dariusz.bugajski@pl.gt.com



Paulina Zalewska

Doradca

Certyfikowany Doradca ASO nr 97/2011

T: +48 32 721 37 71

M: +48 693 141 395

E: paulina.zalewska@pl.gt.com



Barbara Mitoraj

Doradca

Certyfikowany Doradca ASO nr 148/2011

T: +48 32 721 37 90

M: +48 661 538 506

E: barbara.mitoraj@pl.gt.com



Agnieszka Ambrożewicz

Doradca

Certyfikowany Doradca ASO nr 63/2011

T: +48 61 625 14 73

M: +48 697 890 942

E: agnieszka.ambrozewicz@pl.gt.com



Olga Bukowska

Konsultant

Certyfikowany Doradca ASO nr 16/2015

T: +48 32 721 37 46

M: +48 693 143 575

E: olga.bukowska@pl.gt.com