PRACE NAUKOWE
Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
RESEARCH PAPERS
of Wrocław University of Economics

271

Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka

Tom 2

Redaktorzy naukowi
Adam Kopiński, Tomasz Słoński, Bożena Ryszawska

Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2012

Redaktorzy Wydawnictwa: Elżbieta Kożuchowska, Aleksandra Śliwka

Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz

Korektor: Justyna Mroczkowska

Łamanie: Adam Dębski

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:
www.ibuk.pl, www.ebscohost.com,
The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com,
a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon
http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się
na stronie internetowej Wydawnictwa
www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiejkolwiek formie
wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2012

ISSN 1899-3192
ISBN 978-83-7695-219-2 (całość)
ISBN 978-83-7695-227-7 t. 2

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Aneta Michalak: Wybrane aspekty finansowania inwestycji rozwojowych w branżach kapitałochłonnych 11
Grzegorz Mikołajewicz: Społeczna odpowiedzialność biznesu (CSR), etyka biznesu i wartości korporacyjne 23
Sebastian Moskal: Zastosowanie instrumentu *credit default swap* do szacowania stopy wolnej od ryzyka na potrzeby wyceny wartości przedsiębiorstwa. 34
Krzysztof Możejko: Efektywność analizy portfelowej w zmiennych warunkach inwestycyjnych 47
Rafał Nagaj: Analysis of public finances in Poland and the EU during the financial/economic crisis in 2008-2010 60
Witold Niedzielski: Najem długoterminowy samochodów jako alternatywa dla leasingu. Studium przypadku 71
Jarosław Nowicki: Szacowanie stopy podatku dochodowego w wycenie przedsiębiorstw niebędących spółkami kapitałowymi 83
Józef Osoba, Marcin Czarnacki: Wykorzystanie *mezzanine capital* w zrównoważonym modelu struktury kapitału przedsiębiorstwa 92
Dorota Ostrowska: Sprawność zarządzania środkami finansowymi uczestników rynku emerytalnego w Polsce 107
Przemysław Panfil: Przyjmowanie przez ministra finansów środków w depozyt lub w zarządzanie. Wnioski *de lege lata* 118
Marek Pauka, Paweł Prędkiewicz: Zagadka dyskonta w wycenach zamkniętych funduszy inwestycyjnych z perspektywy inwestora 127
Agnieszka Piechocka-Kałużna: Znaczenie współczynnika wypłacalności jako miernika bezpieczeństwa funkcjonowania banków komercyjnych ... 141
Katarzyna Prędkiewicz: Is it possible to measure a funding gap? 152
Katarzyna Prędkiewicz: Limity inwestycyjne funduszy *venture capitals* i aniołów biznesu 160
Katarzyna Prędkiewicz, Hanna Sikacz: Analiza płynności statycznej grup kapitałowych na przykładzie przemysłu metalowego 170
Anna Pyka: Zewnętrzne formy finansowania działalności operacyjnej oraz inwestycji w małych i średnich przedsiębiorstwach w okresie kryzysu gospodarczego 183
Anna Pyka: Motywy emisji „obligacji węglowych" jako specyficznych obligacji korporacyjnych opartych na świadczeniach niepieniężnych 193
Anna Rosa, Wojciech Rosa: The impact of seasonality on the level of working capital needs 203

Jerzy Różański, Jakub Marszałek: Struktura finansowania firm rodzinnych na przykładzie przedsiębiorstw regionu łódzkiego 215
Jerzy Różański, Dorota Starzyńska: Finansowe i pozafinansowe czynniki rozwoju przedsiębiorstw rodzinnych w regionie łódzkim 226
Józef Rudnicki: Can stock splits generate abnormal stock performance in post-crisis era? Evidence from the New York Stock Exchange..... 237
Włodzimierz Rudny: Model biznesu w procesie tworzenia wartości..... 248
Iwona Sajewska, Artur Stefański: Źródła finansowania wybranych przedsięwzięć w zakresie produkcji energii z zasobów odnawialnych w Polsce 259
Alicja Sekuła: Property revenues (PRS) and expenditures of local government units (LGUS) in Poland 270
Paweł Sekuła: Empiryczny test strategii fundamentalnej..... 280
Przemysław Siudak: Wpływ Wałbrzyskiej Specjalnej Strefy Ekonomicznej na sektor finansów publicznych 290
Tomasz Skica: Efektywność działania jednostek samorządu terytorialnego . 306
Michał Soliwoda: Rzeczowe aktywa trwałe a cykl inkasa należności, obrotu zapasami i regulowania zobowiązań 317
Dorota Starzyńska, Jakub Marszałek: Bariery finansowania firm rodzinnych na przykładzie przedsiębiorstw regionu łódzkiego 327
Wacława Starzyńska, Justyna Wiktorowicz: Czy zamówienia publiczne sprzyjają innowacyjności przedsiębiorstw? 336
Artur Stefański: Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej spółek giełdowych a cena rynkowa akcji..... 346
Igor Styn: Zakres wykorzystania funduszy pomocowych w finansowaniu inwestycji w odnawialne źródła energii w Polsce w stosunku do potrzeb inwestycyjnych 355
Alina Szewc-Rogalska: Wykup akcji własnych przez spółki giełdowe jako forma dystrybucji wartości dla akcjonariuszy 365
Piotr Szkudlarek: Inwestycje operatorów telekomunikacyjnych jako czynnik ograniczania wykluczenia cyfrowego w Polsce..... 374
Aneta Szóstek: Nabywanie nieruchomości w Polsce przez inwestorów zagranicznych..... 383
Piotr Szymański: Propozycja nowego standardu wartości uwzględniającego koszty zewnętrzne 394
Tomasz Śpiewak: Kierunki modyfikacji metody Baumola zarządzania środkami pieniężnymi – model linii kredytowej..... 406
Beata Trzaskuś-Żak: Budowa modelu prognostycznego należności spłacanych terminowo metodą harmoniczną i metoda Kleina..... 418
Dariusz Urban: Państwowe fundusze majątkowe jako inwestor finansowy .. 434
Ewa Widz: Efektywność wyceny rynkowej kontraktów futures na kurs euro na GPW w Warszawie 443

Paweł Wnuczak: Stopa zwrotu z kapitałów własnych (ROE) jako jedna z podstawowych determinant kreacji wartości przedsiębiorstwa 454
Robert Wolański: Zakres wykorzystania preferencji podatkowych w podatku dochodowym przez małe i średnie przedsiębiorstwa 467
Justyna Zabawa: Zastosowanie metody AHP w procesie finansowania inwestycji w odnawialne źródła energii 475
Dariusz Zawadka: Aktywność funduszy *venture capital* w ramach alternatywnych systemów obrotu 488
Danuta Zawadzka, Ewa Szafraniec-Siluta: Samofinansowanie produkcji rolniczej a poziom aktywności inwestycyjnej towarowych gospodarstw rolnych – analiza porównawcza sytuacji w Polsce na tle Unii Europejskiej 498
Grzegorz Zimon: Zarządzanie zapasami w przedsiębiorstwach tworzących zintegrowany system dostaw 509
Aleksandra Zygmunt: Analiza płynności finansowej spółek giełdowych branży przemysłu spożywczego w Polsce 519

Summaries

Aneta Michalak: Chosen aspects of financing development investments in capital-consuming industries 22
Grzegorz Mikołajewicz: Corporate Social Responsibility (CSR), business ethics and corporate values 33
Sebastian Moskal: Application of credit default swap in order to estimate risk free rate in the process of company's valuation 46
Krzysztof Możejko: Effectiveness of portfolio analysis in variable conditions on capital markets 59
Rafał Nagaj: Analiza finansów publicznych w Polsce i Unii Europejskiej w czasie kryzysu finansowego i gospodarczego w latach 2008-2010 70
Witold Niedzielski: Long-term rent with fleet management as an alternative for lease of cars. Case study 82
Jarosław Nowicki: Estimating the income tax rate in valuation of other enterprises than limited liability or joint-stock companies 91
Józef Osoba, Marcin Czarnacki: The use of mezzanine capital in an equilibrium model of capital structure of an enterprise 106
Dorota Ostrowska: Quality management of the pension market participants' financial means in Poland 117
Przemysław Panfil: The rules of free funds transfer to the Minister of Finance in the deposit or management – attempt to assess 126
Marek Pauka, Paweł Prędkiewicz: Mystery of discount in valuations of closed-end funds from the investor's perspective 140

Agnieszka Piechocka-Kałużna: The role of insolvency ratio in assessing safety and ability for continuance of commercial banks 151
Katarzyna Prędkiewicz: Czy można zbadać lukę finansową? 159
Katarzyna Prędkiewicz: Venture capital and business angels investment limits 169
Katarzyna Prędkiewicz, Hanna Sikacz: Analysis of static financial liquidity in capital groups on the example of metal industry 182
Anna Pyka: External forms of working-capital and capital-expenditure financing for small and medium-sized businesses in times of an economic crisis 192
Anna Pyka: The motives for issuing "coal bonds" as a specific corporate bonds based on non-financial benefits 202
Anna Rosa, Wojciech Rosa: Wpływ sezonowości na poziom kapitału obrotowego 214
Jerzy Różański, Jakub Marszałek: Family business financial structure analysis of the Łódź region companies 225
Jerzy Różański, Dorota Starzyńska: Financial and non-financial factors of family enterprise development in the Łódź region 236
Józef Rudnicki: Czy podział akcji może być źródłem ponadprzeciętnych stóp zwrotu w czasach po kryzysie 2007-2009? Przykład Nowojorskiej Giełdy Papierów Wartościowych 247
Włodzimierz Rudny: Business model in value creation process 258
Iwona Sajewska, Artur Stefański: Main sources of funding for production ventures energy from renewable resources in Poland 269
Alicja Sekuła: Dochody i wydatki majątkowe jednostek samorządu terytorialnego 279
Paweł Sekuła: Empirical test of fundamental strategy 289
Przemysław Siudak: The influence of "Invest-Park" – Wałbrzych Special Economic Zone on public finance sector 305
Tomasz Skica: Effectiveness of activities of local government units 316
Michał Soliwoda: Tangible fixed assets vs. receivables, turnover and payables conversion cycles 326
Dorota Starzyńska, Jakub Marszałek: Family business financing barriers analysis of the Łódź region companies 335
Wacława Starzyńska, Justyna Wiktorowicz: Can public procurement stimulate innovativeness of enterprises? 345
Artur Stefański: Operating cash flow of firms listed on stock exchange and the price of stocks 354
Igor Styn: The scope of aid funds use in financing investments in renewable energy in Poland in comparison to investment needs 364
Alina Szewc-Rogalska: Share repurchase by publicly listed companies as a form of value distribution for shareholders 373

Piotr Szkudlarek: Telecommunication operators' investments as a factor limiting the digital exclusion in Poland 382
Aneta Szóstek: Acquiring properties in Poland by foreign investors 393
Piotr Szymański: The idea of a new standard of value which takes into account the external costs 405
Tomasz Śpiewak: Directions of modifications of the Baumol cash management model – line of credit model 417
Beata Trzaskuś-Żak: Construction of the prognostic model of paid-in-term receivables using the harmonic method and the Klein method 433
Dariusz Urban: Sovereign Wealth Funds as a financial investor 442
Ewa Widz: Efficiency of market valuation of euro futures on the Warsaw Stock Exchange 453
Paweł Wnuczak: Return on equity (ROE) as one of fundamental determinants of company's value creation 466
Robert Wolański: The scope of the use of tax expenditures in income tax for small and medium enterprises 474
Justyna Zabawa: The application of the AHP method in the process of financing renewable energy sources projects 487
Dariusz Zawadka: Venture Capital activity in alternative investment markets 497
Danuta Zawadzka, Ewa Szafraniec-Siluta: Self-financing of agricultural production vs. the level of commercial farms' investment activity – comparative analysis of the situation in Poland on the basis of the European Union 508
Grzegorz Zimon: Inventory management in enterprises creating an integrated supply system 518
Aleksandra Zygmunt: Financial liquidity analysis of quoted eneterprises beloging to food industry in Poland 531

PRACE NAUKOWE UNIWERSYTETU EKONOMICZNEGO WE WROCŁAWIU
RESEARCH PAPERS OF WROCŁAW UNIVERSITY OF ECONOMICS nr 271 • 2012

Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka ISSN 1899-3192

Anna Pyka
Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

MOTYWY EMISJI „OBLIGACJI WĘGLOWYCH" JAKO SPECYFICZNYCH OBLIGACJI KORPORACYJNYCH OPARTYCH NA ŚWIADCZENIACH NIEPIENIĘŻNYCH

Streszczenie: Przedsiębiorstwa są obecnie doświadczonymi i aktywnymi uczestnikami rynku finansowego, na którym potrafią dopasować najbardziej dla nich odpowiednie źródło finansowania działalności. Obok klasycznego źródła finansowania, którym nadal pozostaje finansowanie bankowe, przedsiębiorstwa wykorzystują obligacje korporacyjne, zarówno te „tradycyjne", oparte na świadczeniach pieniężnych, jak i obligacje mniej standardowe i mniej popularne, tj. obligacje oparte na świadczeniach niepieniężnych. Do obligacji opartych na świadczeniach niepieniężnych zalicza się tzw. obligacje węglowe, czyli dłużne papiery wartościowe emitowane przez spółki węglowe, a spłacane poprzez dostawy węgla. Celem artykułu jest przedstawienie potencjalnych motywów wykorzystania „obligacji węglowych" w finansowaniu przedsiębiorstw oraz zalet i ograniczeń tych instrumentów finansowania z punktu widzenia emitenta i obligatariusza.

Słowa kluczowe: przedsiębiorstwo, finansowanie, obligacje korporacyjne, obligacje oparte na świadczeniach niepieniężnych, „obligacje węglowe".

1. Wstęp

Przedsiębiorstwa są obecnie doświadczonymi i aktywnymi uczestnikami rynku finansowego, na którym potrafią dopasować najbardziej dla nich odpowiednie źródło finansowania działalności. Chodzi tu zarówno o finansowanie działalności operacyjnej, jak i inwestycyjnej. Współczesny rynek finansowy poprzez różnorodność instrumentów oferuje wiele sposobów pozyskania kapitału. Poza klasycznymi formami finansowania bankowego przedsiębiorstwa korzystają z innych rozwiązań, do których zalicza się emisję obligacji korporacyjnych.

Zgodnie z ustawą o obligacjach emitentami obligacji mogą być m.in. podmioty prowadzące działalność gospodarczą, posiadające osobowość prawną (lub też spółki komandytowo-akcyjne) [Ustawa z 29 czerwca 1995…, art. 2 ust. 1; Ustawa z 29 czerwca 2000…]. Obligacja jest papierem wartościowym, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji (obligatariusza), i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia pieniężnego lub niepieniężnego

nego, ze wskazaniem w szczególności wysokości tych świadczeń lub sposobów ich ustalania, terminów, sposobów i miejsc ich spełniania [Ustawa z 29 czerwca 1995…, art. 4 pkt 1-2 i art. 5 pkt 4a]. Jeśli świadczenie z obligacji ma charakter pieniężny – wówczas emitent zobowiązuje się do wypłaty oprocentowania (zazwyczaj w postaci kuponów) lub z dyskontem[1].

Rynek finansowy do tradycyjnych obligacji korporacyjnych opartych na świadczeniach pieniężnych dołącza też mniej standardowe i mniej popularne rozwiązania w postaci obligacji opartych na świadczeniach niepieniężnych[2]. Jeżeli emitent zobowiązał się do spełnienia świadczenia niepieniężnego, w razie opóźnienia w jego spełnieniu na żądanie obligatariusza następuje przekształcenie tego świadczenia w świadczenie pieniężne. Zasady przeliczania wartości takiego świadczenia niepieniężnego określają warunki emisji [Ustawa z 29 czerwca 1995…, art. 24 pkt 4].

Przy emisji obligacji opartych na świadczeniach niepieniężnych emitent zobowiązuje się do spełnienia świadczenia określonego w obligacji w terminie określonym w obligacji. Świadczeniem tym mogą być[3]:

- udziały w przyszłych zyskach emitenta,
- zamiana obligacji na akcje emitenta,
- prawa do pierwszeństwa nabycia akcji emitenta.

Praktyka gospodarcza wykształciła też szczególny rodzaj obligacji opartych na świadczeniach niepieniężnych, gdzie owym świadczeniem są dostawy węgla. Takie obligacje nazywa się „obligacjami węglowymi". „Obligacje węglowe" mogą być instrumentem finansowania potrzeb inwestycyjnych, ale także instrumentem wykorzystywanym do utrzymania płynności finansowej emitentów (instrument rozliczeń między kontrahentami).

O ile emisja obligacji opartych na świadczeniach pieniężnych propagowana jest w polskiej praktyce gospodarczej przez platformę obrotu instrumentami dłużnymi (Catalyst)[4], o tyle emisje obligacji opartych na świadczeniach niepieniężnych są stosunkowo rzadko wykorzystywane. Także literatura niewiele uwagi poświęca obli-

---

[1] Jeżeli oprocentowanie wypłacane jest w postaci kuponów, mówi się o obligacjach kuponowych, przy których emitent dokonuje wykupu obligacji kuponowych po wartości nominalnej w określonym z góry terminie. Szerzej: [Pyka 2011, s. 79].

[2] Poza obligacjami opartymi na świadczeniach pieniężnych i obligacjami opartymi na świadczeniach niepieniężnych występują również obligacje, z których świadczenie jest częściowo pieniężne, a częściowo niepieniężne. Przykładem mogą tu być obligacje, z których odsetki płacone są obligatariuszowi w formie pieniężnej, natomiast spłata kwoty podstawowej następuje w akcjach emitenta obligacji.

[3] Należy zauważyć, że pierwsze dwa świadczenia zawierają w istocie świadczenia pieniężne. Przedmiotem prawa do udziału w przyszłych zyskach emitenta jest w rzeczywistości świadczenie pieniężne, tyle że jego wysokość i data otrzymania są warunkowo zawieszone.

[4] Catalyst to pierwszy zorganizowany rynek dłużnych instrumentów finansowych w Polsce (działa od 30.09.2009 r.). W strukturze Catalyst funkcjonują dwa rynki detaliczne prowadzone przez Giełdę oraz dwa rynki przeznaczone dla klientów hurtowych, prowadzone przez BondSpot (dawniej: MTS CeTO). Na platformach transakcyjnych Giełdy oraz BondSpot są prowadzone notowania obligacji

gacjom korporacyjnym opartym na świadczeniach niepieniężnych. Celem artykułu jest przedstawienie potencjalnych motywów wykorzystania obligacji węglowych w finansowaniu przedsiębiorstw oraz zalety i ograniczenia tego instrumentu finansowania dla emitenta i obligatariusza.

2. „Obligacje węglowe" a zarządzanie przepływami pieniężnymi u emitenta i obligatariusza

Emisja papierów wartościowych korporacyjnych traktowana jest jako zaciągnięcie długu pozabankowego[5]. Przesłanką wykorzystania obligacji w pozyskaniu kapitału na finansowanie działalności bieżącej lub inwestycyjnej jest najczęściej brak możliwości uzyskania kredytu w całej wnioskowanej kwocie (z uwagi na mniejszą zdolność kredytową niż wymagana przez bank lub brak wystarczających zabezpieczeń) lub względy kosztowe (przy odpowiedniej skali emisji może to być źródło tańsze niż kredyt) [Pyka 2011, s. 79]. Podstawową korzyścią dla emitenta przy emisji obligacji jest fakt, że unika on nadzoru bankowego przy wykorzystaniu kolejnych transz kapitału. Natomiast podstawową wadą emisji obligacji korporacyjnych jest niepewność co do wielkości pozyskanego kapitału, wynikająca z braku możliwości oceny popytu na te instrumenty. Z punktu widzenia inwestorów natomiast słabą stroną obligacji korporacyjnych jest niepewna sytuacja finansowa emitenta w momencie wykupu walorów [Antkiewicz 2011, s. 182].

Pozyskanie kapitału poprzez emisję „obligacji węglowych" przynosi korzyści zarówno obligatariuszom, jak i emitentom[6]. Dla emitenta koszt pozyskania środków

---

korporacyjnych, obligacji komunalnych oraz listów zastawnych. Źródło: http://gpwcatalyst.pl/catalyst_rynek_obligacji_gpw, 30.12.2011.

[5] Przedsiębiorstwo odpowiada za zobowiązania wynikające z emisji obligacji całym swoim majątkiem (z wyjątkiem obligacji przychodowych). Ustawa zobowiązuje też emitenta do udostępnienia informacji dotyczących m.in. celów emisji (jeżeli są określone). Zob. [Ustawa z 29 czerwca 1995…, art. 8 pkt 1-2 oraz art. 10 pkt 1].

[6] Obligacje węglowe (*coalbonds*), nie należy mylić z tzw. *carbonbonds*, które też tłumaczy się jako obligacje węglowe. *Carbonbonds* planuje się wykorzystać np. w Ekwadorze. Kraj ten, stosując elementy szantażu, planuje wypuścić obligacje węglowe, a w razie braku inwestorów (kapitałodawców) dokonywałby wycinki lasów tropikalnych (głównie w Ameryce Południowej i w Azji Południowo-Wschodniej), co przyczyniłoby się do zwiększenia emisji gazów cieplarnianych. Nabywcy tych papierów wartościowych otrzymaliby też gwarancję, że Ekwador nie rozpocznie eksploatacji złóż ropy naftowej położonych w Parku Narodowym Yasuni. Charakter obligacji węglowych byłby zbliżony do tzw. kredytów CER (jednostek rozliczeniowych dla projektów CDM). Ich wartość byłaby powiązana z wartością tych jednostek na europejskim rynku uprawnień do emisji. Dochody ze sprzedaży obligacji pozwoliłyby zrównoważyć ubytek wpływów z opłat koncesyjnych od firm naftowych. Gdyby rząd miał się wycofać ze swojej decyzji i chciał rozpocząć wydobywanie ropy w parku Yasuni, musiałby wykupić z powrotem obligacje (z odpowiednim oprocentowaniem). Oczekiwany poziom wpływów ze sprzedaży tych obligacji to ok. 3 mld USD. Wstępne zainteresowanie węglowymi obligacjami wykazały Niemcy (choć nie wiadomo, o jak dużą transakcję tu może chodzić). Szerzej: *Czy obligacje*

Tabela 1. Zalety i ograniczenia emisji „obligacji węglowych" z punktu widzenia emitenta i obligatariusza

	Z punktu widzenia emitenta	Z punktu widzenia obligatariusza (inwestora)
Zalety wykorzystania obligacji węglowych	Pozyskanie kapitału na finansowanie inwestycji	Możliwość lokowana nadwyżek finansowych
	Poprawa płynności finansowej (regulowanie zobowiązań handlowych)	Spłata należności
	Eliminacja pośredników finansowych – niższy koszt pozyskania kapitału *versus* kredyt lub emisja obligacji pieniężnych (bank jako agent)	Możliwość dodatkowego dochodu (w zależności od dochodu z obligacji oraz gdy następuje odsprzedaż węgla – rentowność na sprzedaży węgla)
	Możliwość konwersji przyszłych przychodów w kapitał dostępny w fazie przedprodukcyjnej	Mniejszy negatywny wpływ złej sytuacji finansowej emitenta na wykup (spłatę) obligacji w porównaniu z emisją obligacji opartych na świadczeniach pieniężnych)
	Możliwość uruchamiania programów, w ramach których istnieje możliwość wielokrotnych emisji obligacji na wystandaryzowanych warunkach opisanych w programie	
	Unikanie nadzoru bankowego przy wykorzystaniu kolejnych transz kapitału	
	Instrument kształtowania struktury kapitału (optymalizacji kosztu kapitału) – optymalizacja podatkowa	
Ograniczenia przy emisji obligacji węglowych	Grono potencjalnych obligatariuszy ograniczone jest do podmiotów gospodarczych, będących nabywcami usług, surowców, produktów i towarów dostarczanych lub/i produkowanych przez emitenta	Uprzednio podpisane kontrakty na zbycie świadczeń niepieniężnych lub możliwości zużycia we własnej firmie
	Niepewność co do wielkości pozyskanego kapitału, wynikająca z problemów z ich sprzedażą	

Źródło: opracowanie własne.

jest niższy niż kredytu w banku (przyznane kredyty mogłyby być także uwarunkowane wynikami i sytuacją finansową emitenta), natomiast inwestor zyskuje więcej, niż gdyby umieścił środki na lokacie. Dodatkowo należy zwrócić uwagę na fakt, iż wykreowanie tego typu instrumentów może być dokonane bez pośrednictwa lub

węglowe pomogą ocalić lasy tropikalne w Ekwadorze?, http://www.chronmyklimat.pl/negocjacje-klimatyczne/8844, 29.12.2011.

uczestnictwa jakiejkolwiek instytucji finansowej. Atrakcyjność emisji obligacji wynika też z tego, że istnieje możliwość uruchamiania programów, w ramach których jest możliwość wielokrotnych emisji obligacji na wystandaryzowanych warunkach opisanych w programie emisji. „Obligacje węglowe" są korzystne dla nabywców i emitentów tych obligacji także z uwagi na fakt, że w ramach ustaleń poczynionych między emitentem i inwestorem środki z emisji mogą zostać przeznaczone na spłatę zobowiązań handlowych emitenta wobec nabywcy obligacji. W ten sposób emitent spłaca zobowiązania handlowe (*de facto* kapitałem dostawcy), a obligatariusz pozbywa się należności handlowych, co pozwala wykorzystać efekt dźwigni finansowej i wpływa na poprawę struktury bilansu obydwu tych podmiotów. Dodatkowo poprawia się też płynność emitenta (odbiorcy usług, produktów).

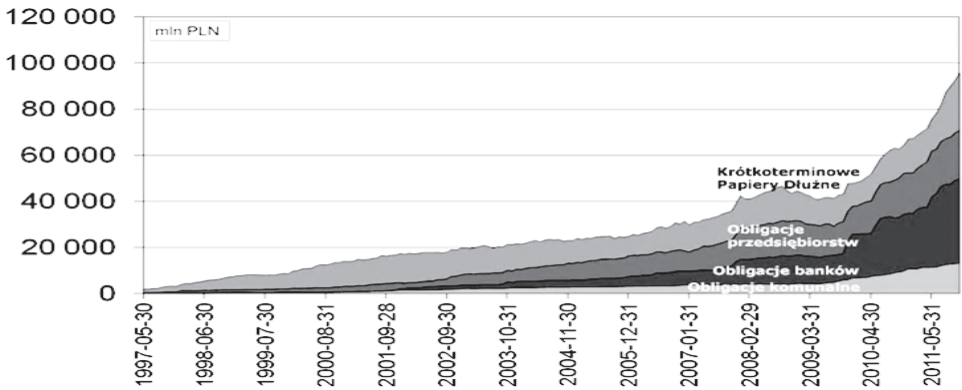
Emisje „obligacji węglowych" kryją też różnorodne możliwości optymalizacji kosztu kapitału zaangażowanego w działalność przedsiębiorstwa (lub grupy kapitałowej i jej spółek) w zależności od struktury kapitału. Decyzje dotyczące kształtowania struktury kapitału w przedsiębiorstwie (grupie kapitałowej i jej spółkach) powinny przede wszystkim uwzględniać ich uwarunkowania podatkowe i płynące z nich dla przedsiębiorstwa (grupy kapitałowej) możliwości optymalizacji (zob. [Szumielewicz 2009, s. 47]).

Jak nietrudno zauważyć, ten mechanizm możliwy jest do zastosowania zwłaszcza w takich podmiotach (w tym też w grupach kapitałowych), gdzie jedna spółka jest dostawcą produktów (towarów, usług) dla innej spółki (spółki jednej grupy kapitałowej są dostawcami dla spółek innej grupy kapitałowej). To, co może ograniczać popularność „obligacji węglowych", to fakt, że grono potencjalnych obligatariuszy ograniczone jest do podmiotów gospodarczych, będących nabywcami usług, surowców, produktów i towarów dostarczanych lub/i produkowanych przez emitenta (zob. [Baranowski 2011]). Syntetyczne ujęcie zalet i ograniczeń emisji obligacji „węglowych" z punktu widzenia emitenta i obligatariusza przedstawia tab. 1.

3. Obligacje korporacyjne w polskiej praktyce gospodarczej ze szczególnym uwzględnieniem „obligacji węglowych"

Na koniec 2011 r. zadłużenie emitentów z tytułu emisji pozaskarbowych obligacji (przedsiębiorstwa, banki i gminy) na krajowym rynku wyniosło 97,5 mld zł. To wzrost o 44% w porównaniu z rokiem 2010 (wówczas kwota zadłużenia wynosiła 67,3 mld zł) i wzrost o 50% w porównaniu z 2009 r. (wówczas było to 48 mld zł)[7]. Jednak wolumenowo obligacje korporacyjne stanowią w Polsce jeszcze niezbyt duży segment rynku papierów dłużnych, co pokazuje rys. 1.

[7] W 2011 r. najmocniej wzrosło zadłużenie z tytułu emisji krótkoterminowych papierów dłużnych, co wynika w dużym stopniu z emisji banków. Źródło: Fitch Polska.



Rys. 1. Wartość emisji nieskarbowych papierów dłużnych w Polsce w latach 1997-2011

Źródło: www.fitchpolska.pl, 30.12.2011.

Wartość emisji nieskarbowych w 2011 r. wyniosła 29,5 mld zł, co oznacza wzrost o ponad 40% (o 8,9 mld zł) w porównaniu z 2010 r., z czego udział przedsiębiorstw w tej kwocie to ponad 10 mld zł (o 1/3 więcej niż w 2010). To w dużej mierze zasługa emisji przeprowadzonych przez spółki energetyczne (szerzej [Ostrowska 2012, s. B11]).

W strefie euro proporcje między finansowaniem w postaci emisji obligacji a pozyskaniem kredytu przesunęły się w kierunku papierów dłużnych. W Polsce jeszcze takich proporcji nie ma, lecz można zauważyć wzrost liczby euroobligacji emitowanych przez polskie przedsiębiorstwa (zob. [Ostrowska 2012, s. B11]). Z reguły obligacje korporacyjne były kupowane niemal w całości przez banki polskie lub zagraniczne (jako agentów emisji). Jednak obecnie coraz więcej emisji, nawet tych nienotowanych na Catalyst[8], trafia też do inwestorów, a nie zostaje w bilansach banków organizatorów.

Znacznie mniej popularne od obligacji opartych na świadczeniach pieniężnych są „obligacje węglowe". Instrumenty te jako źródła finansowania wykorzystuje Katowicki Holding Węglowy (KHW)[9]. Dotychczas Holding wyemitował obligacje wewnętrzne (dla spółek ze swojej grupy kapitałowej) i „węglowe" za ponad 620 mln zł, z czego ponad 560 mln zł zostało już spłaconych.

KHW jest pierwszą górniczą spółką, która zdecydowała się na pozyskanie kapitału poprzez emisję „obligacji węglowych". Rozpoczęty w 2009 r. program emisji bardzo dobrze się rozwijał w latach 2010 i 2011. W 2010 r. inwestorzy objęli obli-

[8] W 2009 r. przedsiębiorstwa z emisji obligacji korporacyjnych poprzez rynek Catalyst pozyskały 6,8 mld zł (w 10 seriach), w 2010 – 17,34 mld zł (w 53 seriach), a w 2011 – 34,5 mld zł (w 140 seriach). Źródło: http://gpwcatalyst.pl/pub/statystyki_roczne/2011_CAT.pdf, 25.02.2012.

[9] Katowicki Holding Węglowy SA (KHW) jest jedną z trzech największych spółek węglowych w Polsce.

gacje za ponad 300 mln zł, a w 2011 r. kwota wyemitowanych obligacji to wartość 200 mln zł[10]. Obligacje kupują przede wszystkim partnerzy handlowi KHW (głównie firmy kooperujące z górnictwem i energetyką) i firmy zaplecza górniczego (m.in. GK Kopex, GK Famur), stając się w tych transakcjach instytucjami finansującymi[11]. W momencie zapadalności obligacji obligatariusze otrzymują węgiel z KHW o określonej wartości, który trafia do energetyki.

Przepływy pieniądza przedstawione w tab. 2 są częścią realizacji porozumienia o emisji „obligacji węglowych" przez Katowicki Holding Węglowy SA w ramach Programu Emisji Obligacji na podstawie umowy z BRE Bankiem SA z 13 lipca 2009 r.[12]

Tabela 2. Główni nabywcy obligacji węglowych wyemitowanych przez KHW

Obligacje węglowe (tys. zł) / Obligatariusz (inwestor)	31.12.2010	30.09.2011	Łącznie (2009-2011)
Kopex SA (GK Kopex) – termin wykupu 6 m-cy	180 398	87 500	368 500
Famur SA (GK Famur) – termin wykupu 6 m-cy	43 032	40 482	bd.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Skonsolidowanego sprawozdania finansowego GK Kopex SA, sporządzonego za okres od 01.01.2010 do 31.12.2010, Nota 18 A, s. 60; Skróconego śródrocznego skonsolidowanego i jednostkowego sprawozdania finansowego GK Kopex za okres od 01.01.2011 do 30.09.2011, Katowice, listopad 2011, s. 58; Skonsolidowanego raportu kwartalnego Grupy Famur za III kwartał 2011 r., Katowice, 14.11.2011, s. 11.

Niewątpliwą zaletą dla KHW jest fakt, że w ramach programu istnieje możliwość wielokrotnych emisji obligacji na wystandaryzowanych warunkach opisanych w programie emisji[13]. Planowana docelowa wartość całej emisji (może być rozłożona w sumie na siedem lat) ma sięgnąć łącznie 900 mln zł. Początkowo zawierano jedynie umowy dotyczące obligacji rocznych i krótszych. Obecnie KHW rozważa emisję obligacji długoterminowych, nawet na trzy lata[14]. Oznacza to, że obligacje „węglowe" są traktowane zarówno jako instrument finansowania krótkoterminowego, jak i instrument finansowania inwestycji (kapitał średnio- i długoterminowy).

Popularność „obligacji węglowych" pokazuje, że zarówno emitent, jak i inwestorzy przekonali się do tego instrumentu. Wynika to z faktu, że „obligacje węglo-

[10] Plan na 2011 r. zakładał emisję wartości ok. 420 mln zł.

[11] Potencjalnymi nabywcami mogłyby być także przedsiębiorstwa energetyczne jako główni odbiorcy kopalń. Lecz jak dotychczas ich zainteresowanie nie jest duże ze względu na fakt, że KHW nie oferowała rabatu na węgiel. Źródło: http://wyborcza.biz/biznes/1,101562,6991323,Weglowy_holding_sprzedaje_obligacje.html, 2.01.2012.

[12] Raport bieżący Kopex SA 142/2011 z dnia 29.09.2011.

[13] W memorandum zastrzeżono, że wielkość rocznych spłat nie może być wyższa niż 7% całej sprzedaży holdingu.

[14] Portal górniczy: http://www.nettg.pl/Aktualnosci/ W%C3%84%C2%99giel%20kamienny/Kraj/Katowicki-Holding-Weglowy-wyemitowal-kolejne-weglowe-obligacje,17406,101,1), 10.12.2011.

we" przynoszą korzyści obydwu tym podmiotom, tj. obligatariuszom i emitentom. Dla KHW koszt pozyskania środków jest niższy niż kredytu w banku, a dla spółek nabywających obligacje sprzedaż węgla pochodzącego ze spłat obligacji jest dla nich rentowna. Za trzy kwartały 2011 r. rentowność brutto na sprzedaży węgla wynosi dla GK Kopex 1,6% (rentowność operacyjna: 0,47%)[15], a dla GK Famur – ok. 2%[16].

Ze względu na to, że handel węglem dla Famur SA i Kopex SA nie jest podstawową działalnością (tzw. *core business*), najprawdopodobniej nabyciu przez te spółki obligacji węglowych towarzyszy pewien cel, niekoniecznie oparty na chęci uzyskania dodatkowego zysku z obligacji. Można domniemywać, że w ramach wzajemnych porozumień między emitentem a nabywcami (*gentleman agreements*) Famur i Kopex (jako dostawcy maszyn i usług do kopalń) nabywają obligacje, po to by środki pozyskane przez KHW mogły zostać przeznaczone na spłatę zobowiązań handlowych KHW wobec samych nabywców obligacji lub ich spółek córek (także dostawców maszyn i usług do kopalń KHW). Taki mechanizm (instrument rozliczeń) pozwala na poprawę płynności finansowej emitenta (odbiorcy usług, produktów). Poprawia się też struktura bilansu emitenta oraz inwestorów – skrócenie cyklu rotacji należności w bilansie nabywców obligacji, poprawa struktury wiekowej zobowiązań w bilansie emitenta obligacji (zobowiązania normalne a przeterminowane). Dodatkową korzyścią dla KHW jest możliwość konwersji przyszłych przychodów w kapitał dostępny w fazie przedprodukcyjnej oraz odnoszone korzyści podatkowe (wpływ emisji na koszty finansowe).

To, co może ograniczać popularność obligacji węglowych, to wielkość zakontraktowania na sprzedaż węgla w spółkach będących nabywcami „obligacji węglowych", gdyż żaden nabywca obligacji węglowych nie kupowałby obligacji, nie mając zapewnionego rynku zbytu na węgiel, którym obligacje są spłacane.

4. Podsumowanie

Pozyskanie przez przedsiębiorstwo środków poprzez emisję obligacji, w tym „obligacji węglowych", jest alternatywą dla finansowania kredytem bankowym, a korzyściami są [Pyka 2011, s. 80]:

- możliwość uruchamiania programów, w ramach których możliwe są wielokrotne emisje obligacji na wystandaryzowanych warunkach opisanych w programie (do wysokości przyznanego limitu zadłużenia),

[15] Obliczono na podstawie danych ze Skróconego śródrocznego skonsolidowanego i jednostkowego sprawozdania finansowego za okres od 01.01.2011 do 30.09.2011, Katowice, XI 2011, s. 47.

[16] GK Famur nie podaje dokładnych danych na temat wielkości przychodów i wyniku finansowego ze sprzedaży węgla. Według Skonsolidowanego raportu kwartalnego Grupy Famur za III kwartał 2011 r. przychody zrealizowane na pozostałej działalności to 94,4 mln zł, a zysk na sprzedaży to 3,64 mln zł (z czego według emitenta znaczna część obrotów tego segmentu związana jest ze sprzedażą węgla w ramach rozliczenia obligacji wyemitowanych przez KHW SA). Źródło: Skonsolidowany raport kwartalny Grupy Famur za III kwartał 2011 r., s. 12-13.

- możliwość pozyskania finansowania spoza sektora bankowego (dywersyfikacja źródeł finansowania) – tzw. emisje rynkowe,
- usprawnienie zarządzania przepływami środków w ramach grupy podmiotów powiązanych – tzw. emisje wewnętrzne,
- organizacja finansowania w postaci emisji obligacji jest zwolniona z rygorów ustawy – Prawo zamówień publicznych.

W praktyce gospodarczej większość emitowanych obligacji korporacyjnych pozostających w obrocie rynkowym zawiera przyrzeczenie świadczenia pieniężnego. Znacznie rzadziej wykorzystuje się emisję obligacji korporacyjnych opartych na świadczeniach niepieniężnych. Jednak w ostatnich latach w polskich warunkach gospodarczych znalazły zastosowanie „obligacje węglowe" jako szczególny rodzaj obligacji opartych na świadczeniach niepieniężnych. „Obligacje węglowe" są wykupowane przez emitenta tych obligacji poprzez dostawy węgla obligatariuszom. „Obligacje węglowe" pozwalają na elastyczne finansowanie przedsiębiorstw, w tym grup kapitałowych, i są korzystne zarówno dla emitenta, jak i inwestora.

Literatura

Antkiewicz S., *Papiery dłużne we współczesnej bankowości korporacyjnej*, [w:] *Współczesna bankowość korporacyjna*, red. A. Szelągowska, CeDeWu, Warszawa 2011.

Baranowski M., *Emisja obligacji opartych o świadczenia niepieniężne na polskim rynku finansowym*, [w:] *Integracja nauki finansów i rachunkowości warunkiem minimalizacji ryzyka kryzysów gospodarczych*, Wyższa Szkoła Finansów i Prawa, Bielsko-Biała 2011 (w druku).

Davies R., *Criteria of choosing finance*, [w:] *Financial Decision*, Longman, London 1980.

Ostrowska K., *Firmy, banki i gminy zdobyły prawie 30 mld zł z emisji obligacji*, „Rzeczpospolita", 31.01.2012.

Pyka A., *Finansowanie działalności inwestycyjnej przedsiębiorstw*, [w:] *Współczesna bankowość korporacyjna*, red. A. Szelągowska, CeDeWu, Warszawa 2011.

Różański J., *Przedsiębiorstwa zagraniczne w Polsce. Rozwój, finansowanie, ocena*, PWE, Warszawa 2010.

Szumielewicz W., *Cash management w grupach kapitałowych. Diagnozowanie, kształtowanie, ocena*, Difin, Warszawa 2009.

Ustawa z 29 czerwca 1995 r. o obligacjach, DzU 2001, nr 83, poz. 420, z późn. zm.; tekst jednolity DzU 2001, nr 120, poz. 1300.

Ustawa z 29 czerwca 2000 r. o zmianie Ustawy o obligacjach oraz niektórych innych ustaw, DzU 2001, nr 60, poz. 702.

Inne źródła (w tym internetowe)

Raporty Fitch Polska.

Skrócone śródroczne skonsolidowane i jednostkowe sprawozdanie finansowe Grupy Kopex za okres od 01.01.2011 do 30.09.2011, Katowice, listopad 2011.

Roczne skonsolidowane i jednostkowe sprawozdanie finansowe Grupy Kopex za 2010 rok.

Skonsolidowany raport kwartalny Grupy Famur za III kwartał 2011.
Roczne skonsolidowane i jednostkowe sprawozdanie finansowe Grupy Famur za 2010 rok.
Raporty bieżące Kopex SA (http://www.kopex.com.pl).
Raporty bieżące Famur SA (http://www.famur.com.pl).
Memorandum informacyjne, Program emisji obligacji węglowych, Katowicki Holding Węglowy SA, lipiec 2009.
Portal catalyst: http://gpwcatalyst.pl/pub/statystyki_roczne/2011_CAT.pdf, 25.02.2012; http://gpwcatalyst.pl/catalyst_rynek_obligacji_gpw, 30.12.2011.
Portal Gazety Wyborczej: http://wyborcza.biz/biznes/1,101562,6991323,Weglowy_holding_sprzedaje_obligacje.html, 2.01.2012.
Portal górniczy: http://www.nettg.pl/Aktualnosci/ W%C3%84%C2%99giel%20kamienny/Kraj/Katowicki-Holding-Weglowy-wyemitowal-kolejne-weglowe-obligacje,17406,101,1), 10.12.2011.
http://www.chronmyklimat.pl/negocjacje-klimatyczne/8844, 29.12.2011.

THE MOTIVES FOR ISSUING "COAL BONDS" AS A SPECIFIC CORPORATE BONDS BASED ON NON-FINANCIAL BENEFITS

Summary: Businesses are now experienced and active players on the financial market where they are able to find the best suited source of financing their activities. Apart from the classical form of financing that is still based on bank lending, the businesses are using corporate bonds, both those "traditional" – based on financial benefits – as well as those less standard and less popular, that are bonds based on non-financial benefits. The bonds based on non-financial benefits include the so-called "coal bonds" which are debt securities issued by coal-mining companies and redeemed with supplies of coal. The article presents the potential motives for using the coal bonds in financing businesses as well as the advantages and limitations of those financial instruments for the issuer and the bond holder.

Keywords: company, financing, corporate bonds based on non-financial benefits, "coal bonds".