

# PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

# RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

Nr 395

**Finanse i rachunkowość  
na rzecz zrównoważonego rozwoju –  
odpowiedzialność, etyka, stabilność finansowa  
Tom 1. Finanse**

Redaktorzy naukowci  
Grażyna Borys  
Robert Kurek



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu  
Wrocław 2015

Redakcja wydawnicza: Elżbieta Kozuchowska  
Redakcja techniczna: Barbara Łopusiewicz  
Korekta: Magdalena Kot  
Łamanie: Małgorzata Czupryńska  
Projekt okładki: Beata Dębska

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania  
znajdują się na stronie internetowej Wydawnictwa  
[www.pracnaukowe.ue.wroc.pl](http://www.pracnaukowe.ue.wroc.pl)  
[www.wydawnictwo.ue.wroc.pl](http://www.wydawnictwo.ue.wroc.pl)

Publikacja udostępniona na licencji Creative Commons  
Uznanie autorstwa-Użycie niekomercyjne-Bez utworów zależnych 3.0 Polska  
(CC BY-NC-ND 3.0 PL)



© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu  
Wrocław 2015

**ISSN 1899-3192**  
**e-ISSN 2392-0041**

**ISBN 978-83-7695-519-3**

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Zamówienia na opublikowane prace należy składać na adres:  
Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu  
ul. Komandorska 118/120  
53-345 Wrocław  
tel./fax 71 36 80 602; e-mail:[econbook@ue.wroc.pl](mailto:econbook@ue.wroc.pl)  
[www.ksiegarnia.ue.wroc.pl](http://www.ksiegarnia.ue.wroc.pl)  
Druk i oprawa: TOTEM

## Spis treści

<b>Wstęp</b> .....	9
<b>Joanna Antczak:</b> Wpływ opłat środowiskowych na wyniki przedsiębiorstwa.....	11
<b>Bartosz Bartniczak:</b> Możliwości wykorzystania instrumentów zwrotnych w projektach z zakresu gospodarki odpadami.....	21
<b>Sylwia Bożek, Beata Dubiel:</b> Realizacja ryzyka nadzwyczajnego a kompensata jego skutków przez ubezpieczenie.....	30
<b>Dorota Burzyńska:</b> Zrównoważona gospodarka wodna na przykładzie metropolii paryskiej.....	42
<b>Iwona Dorota Czechowska:</b> Poszukiwanie rzetelności w kontekście kodeksów zawodowych na przykładzie sektora bankowego.....	53
<b>Karolina Daszyńska-Żygadło, Bożena Ryszawska:</b> Rola społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw w <i>sustainability transition</i> .....	62
<b>Anna Dąbkowska:</b> Udział kredytu bankowego w finansowaniu małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce i w Niemczech.....	73
<b>Leszek Dziawgo, Danuta Dziawgo:</b> Wybrane aspekty CSR na rynku finansowym. Wyniki badań na reprezentatywnej próbie polskiego społeczeństwa.....	84
<b>Małgorzata Gorzalczyńska-Koczkodaj:</b> Dysfunkcje systemu sprawozdawczości w jednostkach sektora finansów publicznych.....	94
<b>Renata J. Jedlińska:</b> Wpływ gospodarki wirtualnej na gospodarkę realną – wybrane zagadnienia.....	104
<b>Szymon Kasprowski:</b> Kontrola zasadności pobierania świadczeń w razie choroby i macierzyństwa w polskim systemie ubezpieczeń społecznych w latach 2005–2013.....	117
<b>Lidia Kłos:</b> Źródła finansowania ochrony środowiska w Polsce.....	129
<b>Magdalena Kogut-Jaworska:</b> Problem nadmiernego zadłużania się jednostek samorządu terytorialnego w Polsce wobec wyzwań rozwojowych w nowej perspektywie finansowej Unii Europejskiej 2014–2020.....	139
<b>Jan Koleśnik:</b> Postkryzysowe narzędzia analizy nadzorczej a poziom bezpieczeństwa europejskiego systemu bankowego.....	149
<b>Bożena Kołosowska, Agnieszka Huterska:</b> Wykupy obligacji korporacyjnych na rynku Catalyst w latach 2013–2014 – na przykładzie obligacji deweloperskich.....	158
<b>Jolanta Korkosz-Gębska:</b> Wspieranie i promocja innowacji ekologicznych na przykładzie województwa lubelskiego.....	168

<b>Andrzej Koza:</b> System kwotowy a zatrudnienie osób niepełnosprawnych w Czechach i w Polsce .....	178
<b>Wojciech Krawiec:</b> Inwestowanie zaangażowane społecznie jako forma realizacji koncepcji SRI .....	190
<b>Danuta Król:</b> Wybrane instrumenty wspierania rozwoju lokalnego .....	201
<b>Barbara Kryk:</b> ERES jako wyraz rangi środowiska naturalnego w statystyce publicznej .....	210
<b>Robert Kurek:</b> Bitcoin a ekonomiczne funkcje pieniądza .....	219
<b>Elwira Leśna-Wierszółowicz:</b> Istota nadzoru nad otwartymi funduszami emerytalnymi w Polsce .....	229
<b>Irena Łącka:</b> Problemy oceny efektywności podmiotów ekonomii społecznej .....	241
<b>Ewa Mazur-Wierzbicka:</b> Nakłady inwestycyjne w ochronie środowiska w Polsce .....	252
<b>Jarosław Pawłowski:</b> Ekorating telefonów komórkowych .....	263
<b>Tomasz Potocki:</b> Instytucjonalne uwarunkowania i mechanizmy podnoszenia świadomości finansowej .....	274
<b>Adriana Przybyszewska:</b> Zagrożenia i grupy ryzyka współczesnych mikro-finansów .....	286
<b>Ewa Spigarska:</b> Opłata za gospodarowanie odpadami jako dochód gminy....	297
<b>Błażej Suproń:</b> Wpływ elektronicznego systemu poboru opłat drogowych na inwestycje przedsiębiorstw na przykładzie województwa zachodniopomorskiego .....	307
<b>Magdalena Swacha-Lech:</b> Problem świadomości finansowej w kontekście gromadzenia oszczędności emerytalnych .....	317
<b>Marta Szaja:</b> Realizacja koncepcji zrównoważonego rozwoju a planowanie przestrzenne na szczeblu lokalnym .....	331
<b>Marek W. Szewczyk:</b> Przestrzenne zróżnicowanie rozwoju ekonomicznego powiatów województwa lubelskiego .....	342
<b>Magdalena Ślebocka:</b> Finansowy aspekt koncepcji rewitalizacji miast w świetle założeń do projektu ustawy o rewitalizacji .....	355
<b>Aneta Tylman:</b> Rewitalizacja jako kluczowy aspekt polityki finansowania i rozwoju zrównoważonego miast .....	364
<b>Stanisław Wieteska:</b> Emisja dwutlenku węgla przez pojazdy mechaniczne jako element zewnętrznych kosztów transportu drogowego w Polsce.....	372
<b>Rafał Wilczyński:</b> Znaczenie struktury właścicielskiej spółek publicznych dla rozwoju polskiego rynku kapitałowego w latach 2008–2012 .....	386
<b>Andrzej Wołoszyn, Romana Głowicka-Wołoszyn:</b> Nierówności dochodowe gospodarstw domowych w Polsce w kontekście zrównoważonego rozwoju .....	396
<b>Justyna Zabawa:</b> Ekologiczne wyzwania współczesnej bankowości – przypadek grupy Deutsche Bank .....	408
<b>Agnieszka Żołądkiewicz:</b> Ekogospodarka w działalności banków jako przejaw koncepcji społecznej odpowiedzialności biznesu .....	418

## Summaries

<b>Joanna Antczak:</b> Impact of environmental fees on company's financial results .....	11
<b>Bartosz Bartniczak:</b> The ability to use repayable instruments in projects relating to waste management.....	21
<b>Sylvia Bożek, Beata Dubiel:</b> Materialization of the exceptional risk vs. compensation of its effects by insurance.....	30
<b>Dorota Burzyńska:</b> Sustainable water management on the example of Paris Metropolis.....	42
<b>Iwona Dorota Czechowska:</b> The search for fairness in the context of professional codes on the example of the banking sector.....	53
<b>Karolina Daszyński-Żygadlo, Bożena Ryszawska:</b> The role of corporate social responsibility in <i>sustainability transition</i> .....	62
<b>Anna Dąbkowska:</b> The share of bank credit as sources of SMEs financing in Poland and in Germany .....	73
<b>Leszek Dziawgo, Danuta Dziawgo:</b> Selected aspects of CSR in the financial market – survey results on a representative sample of Polish society.....	84
<b>Małgorzata Gorzalczyńska-Koczkodaj:</b> Dysfunctions of the reporting system in public finance sector units .....	94
<b>Renata J. Jedlińska:</b> The effect of virtual economy on the real economy – selected issues.....	104
<b>Szymon Kasprowski:</b> The inspection of legitimate receiving of benefits in case of sickness and maternity in the Polish social insurance system in the years 2005–2013.....	117
<b>Lidia Klos:</b> Sources of financing the environmental protection in Poland.....	129
<b>Magdalena Kogut-Jaworska:</b> Problems of excessive indebtedness of self-government units in Poland in the context of rising challenges for development in the European Union's financial perspective for 2014–2020.....	139
<b>Jan Koleśnik:</b> Post-crisis tools of the supervisory review process vs. the level of safety of the European banking system.....	149
<b>Bożena Kołosowska, Agnieszka Huterska:</b> Corporate bond redemption on the Catalyst market in the years 2013–2014 – the example of the property developers bonds .....	158
<b>Jolanta Korkosz-Gębska:</b> Supporting and promotion of eco-innovations based on The Lubelskie Voivodeship .....	168
<b>Andrzej Koza:</b> Quota scheme vs. employment of people with disabilities in The Czech Republic and Poland.....	178
<b>Wojciech Krawiec:</b> Impact investing as a form of the realization of SRI conception.....	190
<b>Danuta Król:</b> Some local development support tools .....	201

<b>Barbara Kryk:</b> EEEA as evidence for the importance of the natural environment in public statistics .....	210
<b>Robert Kurek:</b> Bitcoin vs. economic functions of money .....	219
<b>Elwira Leśna-Wierszółowicz:</b> The essence of supervision of open pension funds in Poland .....	229
<b>Irena Łącka:</b> Problems of effectiveness evaluation of social economy entities .....	241
<b>Ewa Mazur-Wierzbicka:</b> Investment outlays in the environmental protection in Poland .....	252
<b>Jarosław Pawłowski:</b> Eco rating of mobile phones .....	263
<b>Tomasz Potocki:</b> Institutional conditions and mechanisms which improve the level of financial capabilities .....	274
<b>Adriana Przybyszewska:</b> Hazards and risk groups of modern microfinance .....	286
<b>Ewa Spigarska:</b> Fee for waste management as an income of a commune .....	297
<b>Błażej Suproń:</b> Influence of electronic road toll collection system on business investments on the example of The West Pomeranian Voivodeship .....	307
<b>Magdalena Swacha-Lech:</b> The problem of financial awareness in the context of gathering of retirement savings .....	317
<b>Marta Szaja:</b> The realisation of sustainable development concept vs. local-level spatial planning .....	331
<b>Marek W. Szewczyk:</b> Spatial diversity of economic development of poviats of The Lubelskie Voivodeship .....	342
<b>Magdalena Ślebocka:</b> Financial aspect of the concept of urban renewal in the light of the objectives of the project of Revitalization Act .....	355
<b>Aneta Tylman:</b> Revitalization as the key aspect of the financing and urban sustainable development policy .....	364
<b>Stanisław Wieteska:</b> Carbon dioxide emissions by motor vehicles as part of the external costs of road transport in Poland .....	372
<b>Rafał Wilczyński:</b> Significance of public companies ownership structure for Polish capital market development in the years 2008–2012 .....	386
<b>Andrzej Wołoszyn, Romana Głowicka-Wołoszyn:</b> Income inequality of Polish households in the context of sustainable development .....	396
<b>Justyna Zabawa:</b> Environmental challenges of contemporary banking – the case of Deutsche Bank Group .....	408
<b>Agnieszka Żołądkiewicz:</b> Ecomanagement in the activities of banks as a manifestation of the concept of corporate social responsibility .....	418

**Bożena Kołosowska, Agnieszka Huterska**

Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu  
e-mails: bozokolos@umk.pl, huterska@umk.pl

---

**WYKUPY OBLIGACJI KORPORACYJNYCH  
NA RYNKU CATALYST W LATACH 2013–2014 –  
NA PRZYKŁADZIE OBLIGACJI DEWELOPERSKICH**

---

**CORPORATE BOND REDEMPTION ON THE  
CATALYST MARKET IN THE YEARS 2013-2014 –  
THE EXAMPLE OF THE PROPERTY DEVELOPERS  
BONDS**

---

DOI: 10.15611/pn.2015.395.15

**Streszczenie:** W artykule scharakteryzowano rynek obligacji korporacyjnych w Polsce. Przedstawiono, w jaki sposób następuje wprowadzenie (autoryzacja), obrót dłużnych papierów wartościowych emitowanych przez przedsiębiorstwa. Celem opracowania jest pokazanie uwarunkowań oraz procesów wykupu obligacji emitowanych przez firmy deweloperskie. Szczególną uwagę zwrócono na te podmioty, które mają problemy z terminowym wykupieniem swoich obligacji. Obiektem badania są więc wybrani emitenci obligacji deweloperskich, którzy nie wykupili swoich zobowiązań obligacyjnych w latach 2013–2014. Ważną kwestią poruszoną w artykule jest także odpowiedź na pytanie, jak sytuacja na rynku mieszkaniowym ma wpływ na terminowość wykupu obligacji przez firmy deweloperskie. W pracy wykorzystano metodę opisową oraz analizę przypadków. Przeprowadzone badania pokazały pogarszającą się sytuację w zakresie terminowej spłaty obligacji deweloperskich na rynku Catalyst.

**Słowa kluczowe:** obligacje, obligacje korporacyjne, wykup obligacji, firmy deweloperskie.

**Summary:** In this article we describe the Polish market of corporate bonds. We present the way of introduction (authorization) and trade in debt securities issued by companies. The purpose of this study is to show the determinants and processes of redemption of bonds issued by the property developers companies. Special attention is drawn to these companies that have problems with redemption of their bonds on time. Therefore, a subject of this research includes chosen issuers of property developers bonds that did not redeem their bond obligations in the years 2013–2014. An important issue discussed in the article is the answer to the question about an impact of condition of housing market on the promptness of redemption of bonds by developers companies. In this article the descriptive method is used together with the case studies. The research shows that the promptness of the developers bonds redemption on the Catalyst market is getting worse.

**Keywords:** bonds, corporate bonds, bonds redemption, property developers companies.

## 1. Wstęp

Rynek finansowy spełnia funkcję transformacyjną, polegającą na umożliwieniu inwestowania zgromadzonych oszczędności w różnorodne formy kapitału generujące dochód, jak również funkcję alokacyjną, umożliwiając tym samym zwiększenie poziomu efektywnego wykorzystania zasobów poprzez ich transfer do jak najlepszych form wykorzystania [Kołosowska 2013]. Instrumenty finansowe wraz z rynkiem, podmiotami finansowymi oraz zasadami funkcjonowania tworzą krajowy system finansowy, definiowany jako „mechanizm współtworzenia i przepływu siły nabywczej między niefinansowymi podmiotami gospodarczymi” [Pietrzak, Polański, Woźniak 2008]. Z punktu widzenia procesu dostarczania kapitału wierzycielskiego rynek finansowy „możemy traktować jako miejsce, gdzie zawiera się różnego rodzaju umowy pożyczkowe, kredytowe lub inne, będące w ogólnym rozumieniu obcym źródłem finansowania działalności gospodarczej” [Kołosowska, Voss 2015].

Od strony pojawiających się przepływów pieniężnych następuje zamiana pieniądza na instrument finansowy, jednego instrumentu finansowego na inny instrument finansowy, a także zamiana pieniądza na walutę. Celem tych operacji jest osiągnięcie zysku i/lub zabezpieczenie przed ryzykiem [Dziawgo 2012]. Wyłania się tutaj najważniejsza kwestia występowania środków pieniężnych, w których wyrażone są transakcje oraz odpowiednie reguły i instytucje. To one stanowią historycznie ukształtowane zwyczaje, standardy stworzone przez podmioty systemu finansowego i normy prawne określone przez obowiązujące prawo [Jajuga 2007].

Od 2007 r. możemy zaobserwować systematyczny wzrost zadłużenia polskich przedsiębiorstw z tytułu wyemitowanych długoterminowych dłużnych papierów wartościowych. Utworzenie rynku Catalyst, zwiększając dostęp inwestorów do informacji o emitencie, ułatwiło pozyskanie firmom kapitału poprzez emisję obligacji korporacyjnych. Jednakże każde trudności ze znalezieniem inwestorów chętnych do objęcia nowej emisji oraz kłopoty firm ze spieniężeniem aktywów obrotowych mogą doprowadzić do problemów z terminowym odzyskaniem przez inwestorów wyłożonego kapitału. Celem opracowania jest pokazanie uwarunkowań oraz procesów wykupu obligacji emitowanych przez firmy deweloperskie.

## 2. Rynek obrotu obligacjami korporacyjnymi a zrównoważony rozwój

Od 30 września 2009 r. w Polsce działa prowadzony na platformach transakcyjnych Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie i BondSpot rynek obligacji Catalyst. Rynek ten tworzą dwie platformy obrotu prowadzone w formule rynku regulowanego – jedna przez GPW i druga na BondSpot, oraz dwie platformy obrotu prowadzone w formule ASO – także jedna przez GPW i druga na BondSpot [Regulacje Rynku Catalyst 2014]. Na wymienionych platformach odbywa się obrót skarbowy-



mi i nieskarbowymi instrumentami dłużnymi, tzn. obligacjami komunalnymi, korporacyjnymi oraz listami zastawnymi. Rynek Catalyst jest „dostosowany do emisji o różnych wielkościach i różnej charakterystyce, a także do potrzeb różnych inwestorów – hurtowych i detalicznych, instytucjonalnych i indywidualnych” [Regulacje Rynku Catalyst 2014].

„Na wszystkich rynkach tworzących Catalyst realizacja transakcji gwarantowana jest przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych, a na emitentach spoczywają obowiązki informacyjne dotyczące raportów bieżących i okresowych” [Regulacje Rynku Catalyst 2014]. Wprowadzenie obligacji na Catalyst może polegać na uzyskaniu przez emitenta autoryzacji Catalyst dla danej emisji obligacji albo skierowaniu danej emisji obligacji do obrotu zorganizowanego.

„Podstawą zrównoważonego rozwoju i bezpieczeństwa rynku finansowego jest etyczny wymiar działalności jego uczestników. Niezmiernie ważne jest, by klienci mogli mieć zaufanie do instytucji, którym powierzają swoje środki i które realizują zadania związane z ich obrotem i przepływem, a także do pośredników, z którymi bezpośrednio się kontaktują. Znaczenie stosowania dobrych praktyk dla zwiększania przejrzystości rynku i budowania wzajemnego zaufania doceniają zarówno regulatorzy rynku, jak i jego uczestnicy” [Kanon dobrych praktyk rynku finansowego 2015].

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie jest sygnatariuszem Kanonu dobrych praktyk rynku finansowego. Zgodnie z nim (zasada 9) podmiot finansowy powinien zapewnić klientowi „jasną i rzetelną informację o oferowanych produktach i usługach oraz o związanych z nimi kosztach, ryzyku i możliwych do osiągnięcia korzyściach, ułatwiając klientowi dokonanie właściwego wyboru” [Kanon dobrych praktyk rynku finansowego 2015].

Podmiot, którego emisja uzyskała autoryzację, jest zobowiązany do publikowania swoich okresowych raportów, które umożliwiają inwestorom m.in. ocenę ryzyka związanego z długiem emitenta. W celu uzyskania autoryzacji potencjalny emitent powinien złożyć do Zarządu Giełdy szereg dokumentów, m.in. raport o spółce będącej emitentem, oświadczenie o braku postępowania upadłościowego lub likwidacyjnego oraz zobowiązanie do przestrzegania zasad działania Catalyst. „Autoryzacja Catalyst jest dowodem spełnienia przez emitenta regulaminowych warunków w zakresie przestrzegania obowiązków informacyjnych. Uzyskanie autoryzacji stanowi sygnał zarówno dla inwestorów, jak i kontrahentów emitenta, że jest on podmiotem publicznym, a więc transparentnym i odpowiedzialnym wobec otoczenia rynkowego i biznesowego” [Autoryzacja Catalyst 2015].

Autoryzacja w przypadku kolejnej emisji może wiązać się z niższym kosztem pozyskania kapitału przez emitenta, ocenianego przez inwestorów jako mniej ryzykowny, w przypadku którego potencjalny inwestor ma większe możliwości oceny kondycji finansowej emitenta i ryzyka związanego z emisją. W sytuacji naruszenia przez emitenta obligacji przepisów obowiązujące na Catalyst, takiego jak niewywiązanie się z obowiązków informacyjnych, jego obligacje mogą zostać pozbawione autoryzacji, co wiąże się z wykluczeniem ich z obrotu na Catalyst, jeżeli są tam

notowane [Autoryzacja Catalyst 2015]. Na stronie GPW/Catalyst zamieszczony jest wykaz sankcji nałożonych przez Organizatora ASO na emitentów CATALYST w związku z nieprzestrzeganiem przepisów Regulaminu ASO (tab. 1).

**Tabela 1.** Liczba sankcji nałożonych przez Organizatora ASO na emitentów CATALYST w związku z nieprzestrzeganiem przepisów Regulaminu ASO

Rodzaj sankcji	2012	2013	2014
Zawieszenie obrotu	5	14	7
Zawieszenie obrotu i wykluczenie obligacji z obrotu		1	3
Upomnienie	1	1	1
Kara pieniężna	3	4	1

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Zestawienie kar emitenci Catalyst 2014].

W latach 2012–2014 nałożono 41 sankcji, w tym 8 kar pieniężnych, 3 upomnienia, 4 zawieszenia obrotu i wykluczenia z obrotu obligacji oraz 26 zawiesznień obrotu obligacji. Naruszenia przez emitentów Regulaminu ASO polegały głównie na nieopublikowaniu raportów (34), nieprzekazaniu do publicznej wiadomości informacji mogących mieć istotny wpływ na sytuację gospodarczą, majątkową lub finansową emitenta, jak również informacji mających wpływ na jego zdolność wywiązywania się z zobowiązań wynikających z wyemitowanych obligacji, nieprzekazaniu tabel odsetkowych dotyczących obligacji, czyli braku wypełnienia przez emitenta ciążącego na nim obowiązku upubliczniania wskazanych w regulaminie informacji. W ośmiu przypadkach sankcje dotyczyły emitentów z branży deweloperskiej (UNI-DEVELOPMENT SA, Nickel Development sp. z o.o., Religa Development SA, Quality All Development – Fundusz Kapitałowy SA) [Zestawienie kar emitenci Catalyst 2014].

### 3. Wpływ sytuacji rynkowej na podmioty z branży deweloperskiej

Sytuacja panująca w gospodarce zarówno w kraju, jak i na świecie wywiera wpływ na osiągnięte wyniki finansowe i możliwości rozwoju gospodarujących podmiotów. W dobie coraz większej globalizacji i rozprzestrzeniania się zjawisk nie tylko w sferze finansowej, lecz także realnej kryzys z lat 2008/2009 i załamanie się rynku nieruchomości w USA wywarły niewątpliwie wpływ na rynek nieruchomości w Polsce. Zaostrzenie kryteriów przyznawania kredytów hipotecznych przez banki, wprowadzenie przez Komisję Nadzoru Finansowego Rekomendacji S ograniczającej dostępność kredytu, mającej na celu zmniejszenie rozmiarów ryzyka kredytowego przyjmowanego przez banki, wpłynęły bez wątpienia na popyt na nieruchomości. Należy jednak zauważyć, że inwestycje realizowane przez firmy deweloperskie cechują się

stosunkowo długim czasem trwania. Powstaje w ten sposób przesunięcie czasowe pomiędzy zaistniałymi zjawiskami (pozytywnymi lub nie) a ilością lokali przekazywanych przez deweloperów do użytku, co może wynikać np. z wcześniej podpisanych umów, możliwości zwiększenia liczby lokali, które mogą zostać zaoferowane potencjalnym nabywcom. W tabeli 2 przedstawiono liczbę mieszkań oddanych do użytkowania w latach 2009–2013, ze wskazaniem udziału deweloperów w ogólnej liczbie mieszkań oddanych do użytkowania.

**Tabela 2.** Liczba mieszkań oddanych do użytkowania

Rok	Ogółem	Deweloperzy	
		Liczba	Udział w ogólnej liczbie (w%)
2009	160 079	72 353	45,2
2010	135 715	53 225	39,2
2011	131 721	50 187	38,1
2012	152 527	63 175	41,4
2013	146 122	57 536	39,4
2014 (I kwartał)	35 669	13 119	36,8

Źródło: opracowanie własne na podstawie [*Budownictwo mieszkaniowe w okresie I–XII 2009–IX 2014 r.*, 2015].

W 2009 r. oddano do użytkowania o 3,1% mniej mieszkań niż w 2008 r. i jednocześnie o 19,7% więcej niż w 2007 r. Jednakże w wymienionym okresie, tzn. od stycznia do grudnia 2009 r., liczba mieszkań oddanych do użytkowania przez deweloperów wzrosła o 8,5% w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego [*Budownictwo mieszkaniowe w okresie I–XII 2009–IX 2014 r.*, 2015].

Wynikać to mogło z okresu realizacji inwestycji i podpisanych wcześniej umów z klientami. W kolejnym, 2010 r. mieliśmy do czynienia z rekordowym spadkiem liczby oddanych mieszkań (15,22%) w stosunku do roku poprzedniego, przy czym liczba mieszkań oddanych do użytkowania przez deweloperów spadła o 26,44%. Poprawa sytuacji nastąpiła w 2012 r.

W 2013 r. w stosunku do roku poprzedniego znowu nastąpił spadek liczby oddanych mieszkań (ogółem o 4,2%, deweloperzy – spadek o 8,93%). W 2014 r. mieliśmy do czynienia z ożywieniem rynku (wpływ programu „Mieszkanie dla Młodych” i niskich stóp procentowych). Ze względu na konieczność ograniczenia ryzyka ponoszonego przez banki od przyszłych nabywców mieszkań finansujących zakup nieruchomości kredytem bankowym od 2015 r. wymagany będzie, zgodnie z Rekomendacją S Komisji Nadzoru Finansowego, 10-procentowy, a nie jak w poprzednim 5-procentowy, wkład własny. Sytuację deweloperów – jeżeli chodzi o sprzedaż mieszkań – ratować może kontynuacja programu „Mieszkanie dla Młodych” oraz

trudności powstające w przypadku utrzymania się wysokiego kursu franka szwajcarskiego w sprzedaży na rynku wtórnym mieszkań, zakupionych w latach 2006–2009 w kredycie hipotecznym zaciągniętym we frankach szwajcarskich. Zaznaczyć przy tym należy, że w okresie październik 2014–styczeń 2015 w wielu miastach (np. Warszawa, Kraków, Poznań) wzrosła liczba oferowanych przez deweloperów mieszkań [Zwoliński 2015a]. Zwiększenie tychże inwestycji może wynikać z obaw firm z tej branży związanych z proponowanymi przez Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów zmian w ustawie z dnia 16 września 2011 r. o ochronie praw nabywcy lokalu mieszkalnego lub domu jednorodzinnego (DzU 2011, nr 232, poz. 1377), zwanej potocznie ustawą deweloperską. Zgodnie z art. 4 powyższej ustawy środki wpłacone przez nabywców deweloperowi mogą być zgromadzone przez dewelopera na:

- zamkniętym mieszkaniowym rachunku powierniczym;
- otwartym mieszkaniowym rachunku powierniczym z gwarancją ubezpieczeniową;
- otwartym mieszkaniowym rachunku powierniczym z gwarancją bankową;
- otwartym mieszkaniowym rachunku powierniczym.

Środki wpłacane przez nabywcę, na cele określone w umowie deweloperskiej, zgromadzone na należącym do dewelopera otwartym mieszkaniowym rachunku powierniczym, są wypłacane przez dewelopera zgodnie z harmonogramem przedsięwzięcia deweloperskiego określonego w umowie. Projekt zmian zapowiada zwiększenie ochrony klientów poprzez zniesienie otwartego rachunku powierniczego. Pozostawienie wyłącznie zamkniętego rachunku powierniczego, z którego wypłata zdeponowanych środków następuje jednorazowo, po przeniesieniu na nabywcę własności lokalu mieszkalnego albo nieruchomości zabudowanej domem jednorodzinnym lub użytkownika wieczystego nieruchomości gruntowej i własności domu jednorodzinnego na niej posadowionego stanowiącego odrębną nieruchomość [Ustawa z 16 września 2011], uniemożliwia deweloperom finansowanie inwestycji ze środków wpłaconych przez klientów. Oznacza to konieczność pozyskania środków z kredytu bankowego lub z emisji papierów dłużnych, co wiąże się ze wzrostem kosztów finansowania inwestycji.

#### **4. Wykupy obligacji deweloperskich w latach 2013–2014**

Emitenci obligacji poprzez emisję papierów dłużnych uzyskują kapitał, wykorzystywany w działalności inwestycyjnej lub bieżącej. Z punktu widzenia inwestora obligacje, w przeciwieństwie do lokat bankowych (do wysokości kwoty gwarantowanej przez BFG) czy obligacji skarbowych, niosą z sobą jednak ryzyko – ryzyko kredytowe. Ryzyko to, zwane także ryzykiem niedotrzymania warunków, jest związane z sytuacją, w której emitent nie wypłaci odsetek i/lub nie zapłaci wartości nominalnej w terminie wykupu obligacji [Jajuga 2009], czyli w dniu, w którym emitent przedkłada posiadaczom obligacji należne środki finansowe (wartość nomi-

nalna wraz z narosłymi odsetkami) [*Poradnik finansowy 2015*]. Spośród obligacji skarbowych, komunalnych i przedsiębiorstw największe ryzyko kredytowe cechuje obligacje przedsiębiorstw.

**Tabela 3.** Wykupy obligacji deweloperów w 2013 r.

Emitent	Kod	Wartość serii w mln PLN	Data wykupu	Oprocentowanie	Wykup
Archicom	ARH0713	30	22.07.2013	10,1%	Wykupione
BBI Development NFI	BBD0213	8,5	22.02.2013	WIBOR6M+5.5%	Wykupione w terminie
Gant	GND0513	10	6.05.2013	WIBOR3M+6.5%	Nie
Gant	GNT0313	26	29.03.2013	WIBOR6M+4%	W terminie
Gant	GNT0513	1,1	27.05.2013	WIBOR3M+4.5%	Nie
Gant	GNT0613	21	19.06.2013	WIBOR3M+6.5%	Nie
Gant	GNT0813	10	19.08.2013	WIBOR3M+6.25%	Nie
Gant	GNT1013	25	25.10.2013	WIBOR6M+4.75%	Nie
Koncept WS	KWS0313	8	29.03.2013	WIBOR3M+6.5%	W terminie
Lokaty Budowlane	LBD1213	5,5	15.12.2013	0	W terminie
Mak-Dom	MKD0713	23,275	22.07.2013	WIBOR6M+5.5%	Wykupione
Marvipol	MVF1213	30	6.12.2013	9.45%	W terminie
Marvipol	MVG1213	10	13.12.2013	9,45%	W terminie
Marvipol	MVP0613	39,4	29.06.2013	WIBOR3M+3%	Wykupione
Marvipol	MVP0813	14,45	30.08.2013	WIBOR3M+5.8%	W terminie
Rank Progress	RNK1213	100	9.12.2013	WIBOR6M+5%	W terminie
Robyg	ROB1013	60	1.10.2013	8.9%	Przed terminem
Robyg	ROB1113	20	16.11.2013	8,35%	Przed terminem
Robyg	ROB1213	22,75	2.12.2013	8,9%	Przed terminem
Trust	TRU1213	13,66	15.12.2013	WIBOR6M+5.75%	W terminie
Włodarzewska	WLO0613	21	2.06.2013	WIBOR3M+7%	W terminie

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Obligacje.pl, <http://pl.cbonds.pl> (25.02.2015)].

W tabeli 3 przedstawiono wykupy obligacji deweloperów przypadające na 2013 r. Z 21 emisji obligacji (11 deweloperów) 3 zostały wykupione przed terminem (Robyg), 13 zostało wykupionych, a 5 nie zostało wykupionych. Niewykupione obligacje były obligacjami serii GND0513, GNT0513, GNT0613, GNT0813, GNT1013 firmy Grant. W 2013 r. przypadał termin wykupu 6 serii obligacji

firmy Gant. W terminie została wykupiona tylko seria GNT0313, której wykup nastąpił 29 marca 2013 r. Były to obligacje zamienne na akcje, oprocentowane WIBOR6M+4%, które w przypadku braku zamiany na akcje dawały dodatkową premię w wysokości 6% wartości nominalnej, co z kolei dawało rentowność 39,5% brutto [Szweda 2013].

**Tabela 4.** Wykupy obligacji deweloperów w 2014 r.

Emitent	Kod	Wartość serii w mln PLN	Data wykupu	Oprocentowanie	Wykup
2CPartners	2CP0914	2	30.09.2014	WIBOR3M+7%	W terminie
BBI Development	BBD0214	26,5	21.02.2014	-4.37%	W terminie
BBI Development	BBI0214	5	21.02.2014	WIBOR6M+6%	W terminie
Dekpol	DKP0214	12,5	17.02.2014	-4.37%	W terminie
Erbud	ERB0714	50	15.07.2014	WIBOR6M+6%	W terminie
GC Investment	GCI0414	17,5	29.04.2014	-4.37	Nie
Ghelamco Invest	GHE0714	150	21.07.2014	WIBOR6M+6.25%	W terminie
Ghelamco Invest	GHI0714	50	21.07.2014	-4.37%	W terminie
Gant Development	GNT0314	25,8	27.03.2014	WIBOR6M+3.4%	Nie
Gant Development	GNT0814	21,933	28.08.2014	WIBOR6M+7.5%	Nie
Kopahaus	KOP0814	5,5	13.08.2014	WIBOR6M+5%	Nie
Koncept WS	KWS0914	12	5.09.2014	WIBOR6M+5%	Przed terminem 28.08.2014
LC Corp.	LCC0414	100	15.04.2014	WIBOR6M+5.5%	W terminie
Murapol	MUR0814	25	22.08.2014	11%	W terminie
Marvipol	MVP0114	20	4.01.2014	WIBOR6M+5.5%	Przed terminem
Marvipol	MVP0914	30,791	16.09.2014	WIBOR3M+6.3%	W terminie
Prefabet-Białe Błota	PBB0614	5,450	27.06.2014	WIBOR6M+4%	Nie
Ronson Europe	RNA0414	5	18.04.2014	WIBOR3M+6%	W terminie
Trust	TRU0614	22	3.06.2014	9.45%	Nie
Trust	TRU1214	16	2.12.2014	WIBOR3M+4.29%	Nie
Włodarzewska	WLO1214	9,5	15.12.2014	WIBOR6M+6.26%	W terminie

Źródło: opracowanie własne na podstawie [obligacje.pl, <http://pl.cbonds.pl> (25.02.2015)].

W tabeli 4 przedstawiono wykupy obligacji deweloperów przypadające na 2014 r. Z 22 emisji obligacji (17 deweloperów) 2 zostały wykupione przed terminem (Koncept WS i Marvipol), 13 zostało wykupionych, a 7 nie zostało wykupionych. Niewykupione obligacje były obligacjami serii GCI0714 firmy GC Investment, GNT0314, GNT0814, firmy Grant Development, KOP0814 Kopahaus, PBB0614 Prefabet-Białe Błota, TRU 0614 i TRU1214 Trust.

## 5. Zakończenie

Terminowość wykupu obligacji jest uzależniona nie tylko od wielkości posiadanego przez emitenta majątku obrotowego, lecz także od możliwości zamiany go na gotówkę w oczekiwanym czasie, a co za tym idzie – osiągnięcia założonego poziomu przychodów ze sprzedaży. Szacunkowy czas wyprzedaży informuje, jak długo, przy aktualnym poziomie popytu i braku nowych projektów, deweloperzy wyprzedawaliby posiadane lokale.

Obliczany przez firmę doradcą specjalizującą się w zagadnieniach związanych z rynkiem mieszkaniowym REAS pozwala określić relację pokazującą poziom nierównowagi popytu na nowe mieszkania/domy nad ich podażą [Zwoliński 2015a]. Wskaźnik ten w przybliżeniu pokazuje, jakie są możliwości zgromadzenia środków przez firmy deweloperskie ze sprzedaży mieszkań czy domów, czyli ze sprzedaży majątku obrotowego. Wzrost tego wskaźnika może wskazywać na ewentualny wzrost ryzyka nieterminowego wykupu przez deweloperów obligacji ze względu na trudności ze zgromadzeniem potrzebnych na ten cel środków, przy jednoczesnym spadku zainteresowania inwestorów nową emisją obligacji.

Ocena sześciu rynków pierwotnych w Polsce (warszawskiego, krakowskiego, łódzkiego, wrocławskiego, poznańskiego i trójmiejskiego) wskazuje, że do drugiego (rynek łódzki, wrocławski, poznański i trójmiejski) lub trzeciego (rynek warszawski, krakowski) kwartału 2012 r. wskaźnik ten wzrastał. Od ostatniego kwartału 2012 r. czas wyprzedaży stopniowo się zmniejszał, aż do końca 2014 r. Wzrost wskaźnika pod koniec 2014 r. wynikał ze zwiększenia liczby inwestycji podjętych przez deweloperów w obawie przed wprowadzeniem niekorzystnych dla nich zmian w ustawie deweloperskiej [Zwoliński 2015b]. W przypadku wielu emisji terminowość wykupu obligacji jest uzależniona od możliwości sprzedaży przez deweloperów wybudowanych mieszkań lub przekonania inwestorów do objęcia nowych emisji ich obligacji mających na celu refinansowanie wcześniejszych emisji. Ponieważ jednak deweloperzy budzą negatywne skojarzenia wśród inwestorów detalicznych i części instytucji [Szweda 2013], zadanie to może okazać się trudne. Wzrost wskaźnika szacunkowego czasu wyprzedaży, przy jednoczesnym ograniczeniu dostępności kredytu (wzrost wielkości wkładu własnego), i oczekiwane przez klientów obniżenie cen mogą budzić wątpliwości co do szans na terminowe wykupy obligacji przez podmioty z omawianej branży.

## Literatura

- Autoryzacja Catalyst 2015*, <http://www.gpwcatalyst.pl/1246#top> (25.02.2015).
- Budownictwo mieszkaniowe w okresie I–XII 2009–IX 2014 r.*, 2015, GUS, Warszawa. <http://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/przemysl-budownictwo-srodki-trwale/budownictwo/budownictwo-mieszkaniowe-w-okresie-i-ix-2014-r-5,30.html> (1.03.2015).
- Dębski W., 2007, *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Dziawgo D., 2012, *Rynek finansowy – istota – instrumenty – funkcjonowanie*, SKwP, Warszawa, s. 12, [http://www.gpwcatalyst.pl/catalyst\\_rynek\\_obligacji\\_gpw](http://www.gpwcatalyst.pl/catalyst_rynek_obligacji_gpw) (25.02.2015).
- Jajuga K., 2007, *Elementy nauki o finansach. Kategorie i instrumenty finansowe*, PWE, Warszawa.
- Jajuga K., 2009, *Obligacje i akcje*, KNF, CEDUR, Warszawa.
- Kanon dobrych praktyk rynku finansowego, [http://www.rzu.gov.pl/z-prac-biura/Kanon\\_Dobrych\\_Praktyk\\_Rynku\\_Finansowego\\_442](http://www.rzu.gov.pl/z-prac-biura/Kanon_Dobrych_Praktyk_Rynku_Finansowego_442) (25.02.2015).
- Kołosowska B., 2013, *Finansowanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw poprzez rynek kapitałowy w Polsce*, CeDeWu, Warszawa.
- Kołosowska B., Voss G., 2015, *Ocena terminowości spłat zobowiązań przedsiębiorstw z tytułu wyemitowanych obligacji na rynku Catalyst w latach 2009–2013*, [w:] *Nowe wyzwania przedsiębiorstw na rynkach finansowych*, Monografia Polskiego Stowarzyszenia Finansów i Bankowości, Łódź (w druku).
- Obligacje pl, 2015, <http://pl.cbonds.pl> (25.02.2015).
- Pietrzak B., Polański Z., Woźniak B., 2008, *System finansowy w Polsce 1*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Poradnik finansowy*, [http://direct.money.pl/poradnik\\_finansowy/co-to-jest-termin-wykupu-obligacji\\_poradnik-finansowy,haslo,292.html](http://direct.money.pl/poradnik_finansowy/co-to-jest-termin-wykupu-obligacji_poradnik-finansowy,haslo,292.html) (26.02.2015).
- Regulacje Rynku Catalyst, 2014, [http://www.gpwcatalyst.pl/catalyst\\_rynek\\_obligacji\\_gpw](http://www.gpwcatalyst.pl/catalyst_rynek_obligacji_gpw) (23.02.2015).
- Szweda E., 2013, *Raport: Wykupy obligacji w 2013 r.*, <http://obligacje.pl/front/news/viewNews/id/895/search/Raport:%20Wykupy> (25.02.2015).
- Ustawa z dnia 16 września 2011 r. o ochronie praw nabywcy lokalu mieszkalnego lub domu jednorodzinnego, DzU nr 232, poz. 1377, ze zm.
- Zestawienie kar emitenci Catalyst 2014, [http://www.gpwcatalyst.pl/zestawienie\\_kar\\_emitenci\\_catalyst](http://www.gpwcatalyst.pl/zestawienie_kar_emitenci_catalyst) (24.02.2015).
- Zestawienie kar emitenci Catalyst, 2015, [http://www.gpwcatalyst.pl/zestawienie\\_kar\\_emitenci\\_catalyst](http://www.gpwcatalyst.pl/zestawienie_kar_emitenci_catalyst) (24.02.2015).
- Zwoliński A., 2015a, *Deweloperzy nad krawędzią. Budują za dużo?*, RynekPierwotny.pl, <http://dom.money.pl/budownictwo/wiadomości/artykul/deweloperzy-nad-krawedzia-buduja-za-duo,8,0,1704968.html> (25.02.2015).
- Zwoliński A., 2015b, *Ceny mieszkań w górę. Deweloperzy ostrzegają przed zmianami w prawie*, <http://prawo.money.pl/aktualnosci/wiadomości/artykul/ceny-mieszkań-w-górę-deweloperzy-ostrzegają-przed-zmianami-w-prawie,242,0,1722866.html> (25.02.2015).