

# Rozdział 6

Małgorzata Lipowicz

## **ROLA I ZNACZENIE OBLIGACJI W FINANSOWANIU PRZEDSIĘBIORSTW**

### **Wprowadzenie**

Pozyskiwanie kapitału przez przedsiębiorstwa na finansowanie działalności gospodarczej jest niezwykle ważnym procesem decyzyjnym. Wymaga od zarządzających znajomości procesów finansowych firmy, jak i śledzenia innowacyjnych instrumentów na rynku finansowym. Przedsiębiorstwa wykorzystują wiele instrumentów finansowych w celu zgromadzenia potrzebnych środków, a rynek finansowy, odpowiadając na ich zapotrzebowanie, kreuje nowe instrumenty, które są dostosowane do ich potrzeb i odpowiadają ich oczekiwaniom.

Jedną z form kapitału, która umożliwia przedsiębiorstwom pozyskanie znacznych wartości na dogodnych warunkach są obligacje. Zgromadzony w ten sposób kapitał pozwala zachować strukturę własności i korzystać z tańszych kapitałów. Obligacje są stabilną i długoterminową formą pozyskiwania kapitału obcego przez przedsiębiorstwa. Dla emitenta obligacji ważna jest funkcja kredytowa, czyli pozyskiwanie kapitału na długi czas, na warunkach, które może samodzielnie ustalać.

W rozdziale podjęto próbę wykazania znaczenia emisji obligacji w procesie pozyskiwania kapitału dla finansowania działalności przedsiębiorstw.

### **Istota obligacji jako instrumentu pozyskiwania kapitału**

Współczesne przedsiębiorstwa działają w turbulentnym środowisku gospodarczym. Podejmują wiele decyzji dotyczących prowadzonej działalności gospodarczej, która wykorzystuje zgromadzony majątek oraz pozyskane zasoby finansowe. Gromadzone środki finansowe mogą mieć charakter krótkoterminowy – służą wówczas do regulowania bieżących zobowiązań, lub długoterminowy, gdy gromadzony jest kapitał, który służy do finansowania inwestycji. Przedsiębiorstwa w swojej działalności wykorzystują kapitał własny, który charakteryzuje się bezwrotnością, bezterminowością, gwarantuje stabilność i bezpieczeństwo, oraz kapitał obcy, który jest bardziej elastyczny, tańszy, umożliwia wykorzystanie efektu tarczy podatkowej i dźwigni finansowej. Pozyskiwanie kapitału przez przedsiębiorstwa jest możliwe głównie z wykorzystaniem

ryнку finansowego. Jego dynamiczny rozwój przyczynia się do stwarzania nowych możliwości finansowania przedsiębiorstw, które mogą dopasować oferowane przez rynek instrumenty finansowe do swoich potrzeb.

Jednym ze sposobów pozyskiwania kapitału są emisje obligacji. Obligacje to papiery wartościowe „emitowane w serii, w których emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji, zwanego dalej „obligatariuszem”, i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia”. W literaturze podaje się definicję obligacji za F.J. Fabozzim, który stwierdza, że „obligacja jest instrumentem dłużnym, którego emitent (dłużnik) zobowiązuje się wobec inwestora (wierzyciela) do zwrócenia pożyczonej kwoty wraz z odsetkami w ściśle określonym terminie”. Samo słowo obligacja ma korzenie łacińskie (*obligatio*), a także włoskie (*obligo*) i oznacza zobowiązanie.

W polskim porządku prawnym, w ramach rynku finansowego obligacje podlegają następującym aktom prawnym: ustawie o obligacjach, ustawie o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, a także ustawie o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Obligacja zawiera zobowiązanie dłużne i stanowi wierzytelność emitenta w formie pieniężnej lub niepieniężnej. Z racji zobowiązania obligacja jest zaliczana do grupy papierów wartościowych wierzytelnościowych (wierzytelnościowych), czyli jest dłużnym papierem wartościowym. Emitent jest dłużnikiem obligacji w związku z treścią prawa, które jest inkorporowane w obligacji, a obligatariusz jest wierzycielem. Będzie nim każdy posiadacz obligacji czyli obligatariusz. Ma on prawo żądać od emitenta, czyli dłużnika, świadczenia określonego w obligacji. Emitent jest zobowiązany to świadczenie spełnić. Obligacje umożliwiają zaciągnięcie pożyczek jednocześnie u wielu wierzycieli, w przeciwieństwie do kredytu bankowego. Często wierzyciele są anonimowymi posiadaczami takich papierów wartościowych, a powstałe w wyniku emisji obligacji zobowiązanie jest rozdrobnione. Ponieważ obligacja jest papierem wartościowym, inkorporuje w dokumencie, w formie niematerialnej określone prawo majątkowe. Posiadanie dokumentu jest niezbędną przesłanką istnienia i wykonania praw, które są w nim oznaczone. W związku z dematerializacją obrotu papierami wartościowymi, dokumentem potwierdzającym posiadanie obligacji jest potwierdzenie zapisu na koncie w Krajowym Depozycy Papierów Wartościowych (KDPW).

Do podstawowych elementów obligacji należą:

- powołanie podstawy prawnej emisji (uchwała WZA),
- określenie emitenta – nazwa i siedziba emitenta, miejsce i numer wpisu do właściwego rejestru albo wskazanie JST, związku jednostek będącym emitentem,
- nazwa obligacji i cel jej wyemitowania, jeśli jest określony,
- wartość nominalna i numer kolejny obligacji,
- oznaczenie obligatariusza dla obligacji imiennej,
- zakazy lub ograniczenia zbywania obligacji imiennej, jeśli występują,
- data, od której nalicza się oprocentowanie, wysokość oprocentowania, terminy jego wypłaty i miejsce płatności, jeśli jest przewidziane, oprocentowanie oraz warunki wykupu,
- zakres i forma zabezpieczenia albo informacja o jego braku.

Pozyskanie kapitału w formie obligacji to szereg czynności, które następują po sobie w określonej sekwencji. Proces emisji papierów wartościowych jest bardzo skompliko-

wany i składa się z określonych czynności, które następują po sobie w ciągu przyczynowo-skutkowym. Ilustracją takiego procesu jest rysunek 6.1, który można odnieść do wszystkich rodzajów emitowanych obligacji.



Rysunek 6.1. Czynności zmierzające do pozyskania środków finansowych przez emisję obligacji.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: M. Sierpińska, M. Kowalik, A. Sierpińska-Sawicz, M. Zubek: *Obligacje korporacyjne ...*, op. cit., s.50 i dalsze; CATALYST: *Jak zacząć emitować na Catalyst?* Dla podmiotów chcących emitować na Catalyst, <https://gpwcatalyst.pl/jak-zaczac-emitowac-emisje-firmy>

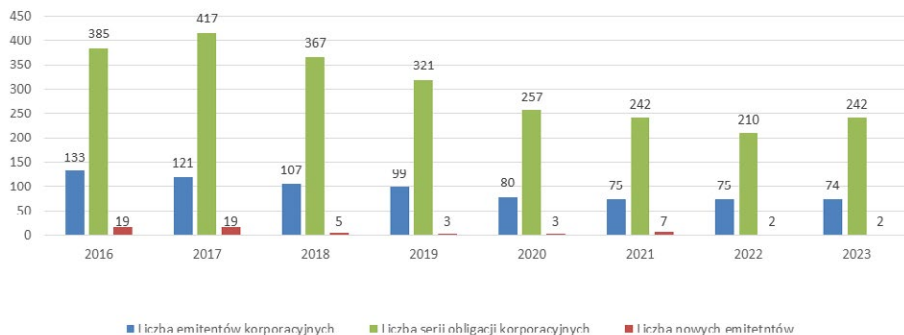
Współczesne przedsiębiorstwa pozyskiwanie kapitału obcego rozpoczynają od podjęcia decyzji co do jego formy, czyli czy będzie to kredyt bankowy czy emisja obligacji. Kredyt charakteryzuje się powstaniem zobowiązania względem jednego podmiotu, czyli banku. Obligacje to forma zaciągania długu jednocześnie u wielu dawców kapitału; są one traktowane jako alternatywa względem kredytu, który jest w dalszym ciągu najpopularniejszą formą finansowania przedsiębiorstw<sup>1</sup>. Pozyskując środki pieniężne z wykorzystaniem kredytu bankowego, przedsiębiorstwo – kredytobiorca zobowiązuje się zwrócić te środki w określonym terminie wraz z należnymi bankowi odsetkami, prowizjami i opłatami. Aby otrzymać kredyt przedsiębiorstwo powinno mieć zdolność kredytową, poddać się procedurze wskazanej przez bank, a także określić cel, na jaki będą wykorzystane środki z kredytu, oraz wskazać zabezpieczenie. Z punktu widzenia przedsiębiorstwa zaletą pozyskiwania kapitału poprzez kredyt jest znajomość procedur, do wad zalicza się natomiast celowość kredytu, konieczność ustanowienia zabezpieczenia i niewielkie możliwości negocjacyjne ze względu na to, że dawcą kapitału jest jeden podmiot. Do zalet obligacji można zaliczyć okresową spłatę odsetek, zaś jej wykup następuje na koniec okresu wymagalności. Takie rozłożenie w czasie zobowiązań wpływa korzystnie na prowadzone działania rozwojowe, ponieważ w trakcie ich trwania nie występują duże obciążenia finansowe.

Zmiany zachodzące na polskim rynku finansowym w zakresie dłużnych papierów wartościowych wpływają pozytywnie na korzystanie przez przedsiębiorstwa z obligacji. Do czasu kryzysu z 2008 r. polskie i europejskie przedsiębiorstwa były zależne od finansowania kredytami bankowymi<sup>2</sup>. Utworzony w 2009 r. Rynek Obligacji Catalyst działa na platformach transakcyjnych GPW w Warszawie i Bond Spot, a w jego skład

<sup>1</sup> Wartość środków pozyskanych w formie kredytów jest około dziesięciokrotnie wyższa niż ta pozyskana przez emisje obligacji – na podstawie raportów NBP „Biuletyn informacyjny NBP”, dostępnego na stronach <https://nbp.pl/publikacje/biuletyn-informacyjny/> oraz statystyki publikowanej przez CATALYST „Biuletyn statystyczny CATALYST” dostępnej na stronie <https://gpwcatalyst.pl/statystyki>

<sup>2</sup> Szerzej zob. M. Baranowski: *Tendencje na rynku obligacji i ich wpływ na wybory przedsiębiorstwa*, [w:] G. Łukasik, J. Błach (red.): *Strategie finansowe przedsiębiorstwa wobec zmian na rynku kapitałowym*. CeDeWu, Warszawa 2016, s. 144 i dalsze.

wchodzą dwie platformy prowadzone przez GPW w ramach rynku regulowanego i dwie w formule ASO. Rozwój rynku korporacyjnych obligacji przedstawia rysunek 6.2, który zawiera dane o emisjach obligacji korporacyjnych w Polsce.



Rysunek 6.2. Emitenci i debiuty obligacji na rynku Catalyst

Źródło: <https://gpwcatalyst.pl/statystyki>

Rynek Catalyst podąża za rynkowymi trendami dotyczącymi finansów zrównoważonych, a dowodem tego może być utworzenie w czerwcu 2023 r. Warsaw Sustainable Segment<sup>3</sup>. Jest to sekcja, w ramach której będą prezentowane informacje o emitentach pozyskujących środki finansowe przeznaczone na projekty związane z finansowaniem zrównoważonego rozwoju. Pomimo podejmowanych wielu działań, które mają przyczynić się do rozwoju polskiego rynku obligacji, jego wielkość i wykorzystanie przez przedsiębiorstwa jest niewielkie. Oczekuje się wzrostu wolumenu rynku obligacji i liczby jego uczestników.

## Tradycyjne formy obligacji w finansowaniu przedsiębiorstwa

Dla emitenta duże znaczenie obligacji jako instrumentu finansowego wykorzystywanego do pozyskiwania kapitału może wynikać z różnorodności tego papieru wartościowego. Tabela 6.1 prezentuje klasyfikację obligacji według różnych kryteriów. Przedsiębiorstwo ma możliwość swobodnego dostosowania parametrów obligacji do swoich potrzeb.

Zaprezentowany w tabeli 6.1 podział obligacji odnosi się do ich tradycyjnych form. Jeżeli będzie się brało pod uwagę zastosowanie innowacji finansowych do konstrukcji obligacji, to ich podział może prezentować się tak, jak w tabeli 6.2.

<sup>3</sup> Komunikaty prasowe i informacje publikowane na stronach GPW–CATALYST, <https://gpwcatalyst.pl/notowania-obligacji-warsaw-sustainable-segment>

Tabela 6.1. Klasyfikacja obligacji

Emitent	Skarbowe
	Komunalne
	Korporacyjne
	Bankowe
Okres do wykupu	Krótkoterminowe
	Średnio
	Długo
	Wieczyste
Sposób oprocentowania	Z oprocentowaniem stałym
	Z oprocentowaniem zmiennym
	Niepłacące odsetek
Częstotliwość wypłaty odsetek	Płatne co: miesiąc, kwartał, pół roku, rok
	Płatne jednorazowo w momencie wykupu
	Potrącone w momencie emisji
Rodzaj świadczeń, praw i przywilejów	Przynoszące świadczenia pieniężne
	Przynoszące świadczenia niepieniężne
	Mieszane
Relacja ceny emisyjnej do wartości nominalnej	Dyskontowe
	Premiowe
	Po cenie nominalnej
Nabywca	Imienne
	Na okaziciela
Oferta	Publiczna
	Niepubliczna
Źródło pokrycia zobowiązań	Ogólne
	Przychodowe
Stopień zabezpieczenia	Niezabezpieczone
	Zabezpieczone całkowicie
	Zabezpieczone częściowo
Status dewizowy	Krajowe
	Międzynarodowe

Źródło: E. Wrońska-Bukalska (red.): *Finansowanie działalności przedsiębiorstwa, Aspekty podatkowe księgowe i finansowe*. Difin, Warszawa 2016, s.102.

Tabela 6.2. Wybrane, innowacyjne formy obligacji korporacyjnych

Prawo do zmiany terminu zapadalności obligacji	Z opcją kupna (callable) – skrócenie terminu wykupu obligacji na wniosek emitenta	
	Z opcją sprzedaży (putable) – skrócenie terminu wykupu obligacji na wniosek inwestora	
	Z prawem wydłużenia terminu zapadalności (extendible) – wydłużenie terminu wykupu obligacji na wniosek inwestora	
Sposób określenia płatności odsetkowych	Z opcją cap – określone maksymalne oprocentowanie	
	Z opcją floor – określone minimalne oprocentowanie	
	Z opcją collar – określony przedział oprocentowania	
	Typu ste-up – stopniowo wzrastające oprocentowanie	
	Typu payment-in-kind (PIK) – odsetki wypłacane w formie kolejnych obligacji	
Sposób określenia wynagrodzenia dla inwestora	Zero kuponowe – dochodem dla inwestora jest dyskonto od ceny emisyjnej	
	Partycypacyjne – dochód dla inwestora zależy od efektywności realizowanych przedsięwzięć inwestycyjnych	
Zasięg emisji	Zagraniczne – emitowane poza granicami kraju emitenta zgodnie z regulacjami kraju miejsca emisji	
	Euroobligacje – nierejestrowane, emitowane w różnych walutach, na rynku międzynarodowym	
Złożona konstrukcja	Hybrydowe	Zamienne
		Odwrotnie zamienne
		Z warrantami
	Strukturyzowane	Wymienne
Powiązane z rynkiem akcji, z cenami towarów		
		Powiązane: ze stopą procentową, z kursem walutowym
Szczegółne przeznaczenie	Zielone (green bonds)	
	Darczyńców (donor bonds)	
	Katastroficzne (cat bonds)	

Źródło: J. Błach: *Innowacje finansowe...*, op. cit., s.115.

Istotność obligacji w finansowaniu przedsiębiorstw wynika z faktu różnego sposobu kształtowania ich oprocentowania, które jest ustalane przez emitenta. Wyróżnia się obligacje:

1. O stałej stopie oprocentowania, mające dominującą pozycję na rynku.
2. O zmiennej stopie oprocentowania (*floating rate notes* – FRN) – papiery o zmiennym dochodzie, uzależnionym od zachowania się parametru (może nim być np. stawka LIBOR lub Prime Rate)<sup>4</sup>, według którego są naliczane odsetki, obligacje RRN (*rolling rate notes*) – oprocentowanie jest naliczane częściej niż są wypłacane odsetki, obligacje z oprocentowaniem złożonym ze stałego kuponu i części zmiennej.
3. Zerokuponowe.

<sup>4</sup> LIBOR – London Interbank Offered Rate, Prime Rate – stopa dla rynku amerykańskiego.

Wypłacane inwestorom oprocentowanie z tytułu posiadanych obligacji dokonuje się w terminach wskazanych w warunkach emisji. Odbywa się to do momentu wykupu waloru wraz z zapłatą w tym terminie wartości nominalnej. Płatności są rozłożone w czasie, co skutkuje koniecznością stosowania odpowiednich formuł obliczeniowych dla ceny obligacji. Cenę obligacji ( $P$ ) oblicza się według wzoru<sup>5</sup>:

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{C}{(1+r)^t} + \frac{M}{(1+r)^n}$$

gdzie:

$P$  – cena obligacji,

$n$  – liczba okresów do terminu zapadalności,

$C$  – odsetki płacone na koniec okresu  $t$  z tytułu posiadania obligacji,

$M$  – wartość nominalna obligacji,

$r$  – stopa dyskontowa (uważana jednocześnie za wymaganą stopę zwrotu z obligacji),

$t$  – okres, w którym ma nastąpić płatność.

Cenę bieżącą obligacji można wyznaczyć przy uwzględnieniu YTM:

$$P = \sum_{t=1}^m \frac{C_t}{(1+YTM)^t}$$

gdzie:

$m$  – liczba okresów posiadania obligacji,

$C_t$  – przepływ pieniędzy z tytułu posiadania obligacji, uzyskany w tym okresie posiadania obligacji,

$YTM$  (Yield to Maturity) – stopa dochodu w okresie do wykupu.

Rozpatrywane znaczenie obligacji w finansowaniu przedsiębiorstwa z punktu widzenia emitenta (kapitałobiorcy) i inwestora (kapitałodawcy) należy powiązać z oceną poziomu akceptowanego przez nich ryzyka. W procesie pozyskiwania kapitału emitent powinien w warunkach emisji uwzględniać oczekiwania inwestora, który będzie analizował m.in. dochodowość, płynność i ryzyko takiej inwestycji. Poziom ryzyka dla konkretnych obligacji jest akceptowany przez: emitenta, w postaci kosztu kapitału – im ryzyko wyższe tym koszt kapitału wyższy, i inwestora, przejawiający się w otrzymanej premii – stopy zwrotu z inwestycji.

Ryzyko w procesie pozyskiwania kapitału w formie obligacji po stronie emitenta będzie dotyczyło<sup>6</sup>:

- niekorzystnej zmiany stóp procentowych i kursu walutowego na rynku finansowym,

<sup>5</sup> Wykorzystano wzór z F.J. Fabozzi, *Rynki...*, op. cit., s.24 i dalsze z uwzględnieniem zapisów w: W. Dębski, *Rynki...*, op. cit., s.260.

<sup>6</sup> G. Łukasik, J. Błach: *Strategie finansowe przedsiębiorstwa*. Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2016, s. 119.

- niedostosowania warunków emisji do oczekiwań inwestora,
- utraty wiarygodności i braku zabezpieczenia roszczeń inwestora w przepływach pieniężnych,
- oczekiwania przez inwestora przedterminowego wykupu obligacji niezgodnej z interesem emitenta,
- niekorzystnej zmiany pozycji emitenta na rynku.

Inwestor, angażując swoje wolne środki w obligacje, będzie zwracał uwagę na następujące elementy ryzyka<sup>7</sup>:

- niekorzystną zmianę stopy procentowej i kursu walutowego na rynku finansowym,
- pogorszenie wiarygodności emitenta,
- brak zabezpieczenia płatności związanych z obsługą obligacji,
- niedostosowanie warunków emisji do rzeczywistego ryzyka finansowego i operacyjnego,
- przedterminowy wykup obligacji przez emitenta niezgodnie z interesem inwestora.

Analizując zagadnienie ryzyka w procesie finansowania przedsiębiorstwa przez obligacje, należy brać pod uwagę wiarygodność emitenta polegającą na wywiązywaniu się z zaciągniętych zobowiązań. Ocena jego wiarygodności może być wykonywana indywidualnie przez każdego inwestora przy wykorzystaniu wybranych parametrów finansowych lub przy użyciu ocen ratingowych. Polegają one na syntetycznym przedstawieniu oceny przyszłej zdolności emitenta do wywiązywania się w pełni i terminowo ze swoich zobowiązań. Literatura podaje wiele określeń i definicji ratingu. Może on być określony jako: „ocena wiarygodności finansowej emitenta, zdolność kredytowa podmiotu, standing finansowy podmiotu, bieżąca ocena zdolności kredytowej podmiotu z uwzględnieniem specyfiki jego długu, ocena jakości inwestycyjnej danej emisji, uwzględniająca specyfikę emisji na tle rzetelności emitenta w wywiązywaniu się przez niego ze zobowiązań w przyszłości oraz prognozy jego zdolności finansowej w przyszłości”<sup>8</sup>. Na rynku działa kilka niezależnych instytucji o ugruntowanej renomie (Moody's, Standard & Poor's, Fitch Ratings), które badają przedsiębiorstwa (emitentów obligacji), dokonują oceny ich wiarygodności kredytowej i wystawiają ocenę ratingową. Jest ona opracowana według autorskich kryteriów i składa się z liter, rozpoczynając od A, cyfr, rozpoczynając od 1 i znaków + lub –. Najwyższą oceną jest potrójne A (tj. AAA), oznaczające niskie ryzyko niewykupienia obligacji. Wchodzi ono w skład grupy ocen inwestycyjnych. Agencje ratingowe w toku analizy mogą nadać oceny spekulacyjne, które oznaczają wysoki poziom ryzyka, czyli prawdopodobieństwo nieterminowego wywiązywania się z zobowiązań np. wypłaty okresowych odsetek, a nawet ryzyko niewykupienia obligacji w terminie<sup>9</sup>.

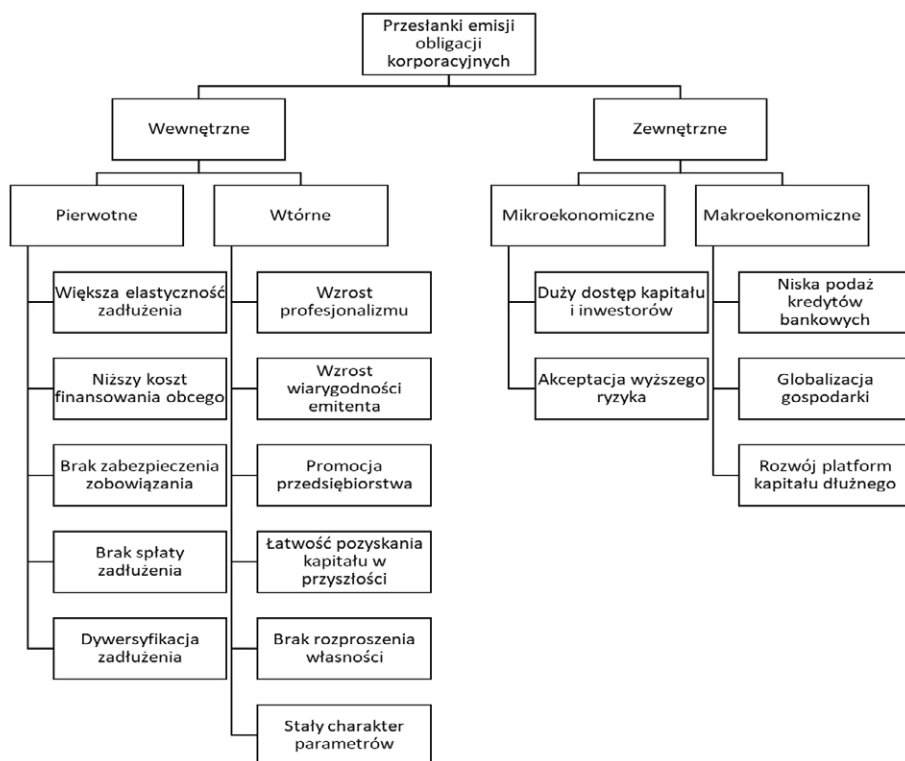
<sup>7</sup> Ibidem.

<sup>8</sup> D. Dziawgo: *Credit rating na międzynarodowym rynku finansowym*. PWE, Warszawa 2010, s. 69.

<sup>9</sup> Szerzej J. Cichy: *Rating na rynku finansowym*. Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2016, s.14 i dalsze; J. Błach, M. Górczyńska, M. Lipowicz: *Finanse korporacji – podstawy ...*, op. cit., s.207 i dalsze.



Pozyskanie kapitału w wyniku emisji obligacji jest decyzją, która wymaga od zarządzających przedsiębiorstwem rozpatrzenia wielu zagadnień. Dokumenty spółki zawierają wskazanie, który organ emitenta ma prawo podjąć uchwałę o emisji obligacji. Kodeks spółek handlowych (KSH)<sup>10</sup> doprecyzowuje, aby uchwała o emisji obligacji zamiennych, z prawem pierwszeństwa była zastrzeżona do kompetencji walnego zgromadzenia akcjonariuszy (WZA). WZA jest organem spółki, który najczęściej decyduje o emisji obligacji. Organ podejmujący decyzje wskazuje na pozytywne i negatywne przesłanki emisji (rysunek 6.3), które wpływają na podjęcie decyzji o pozyskaniu kapitału z wykorzystaniem emisji.



Rysunek 6.3. Przesłanki emisji obligacji korporacyjnych

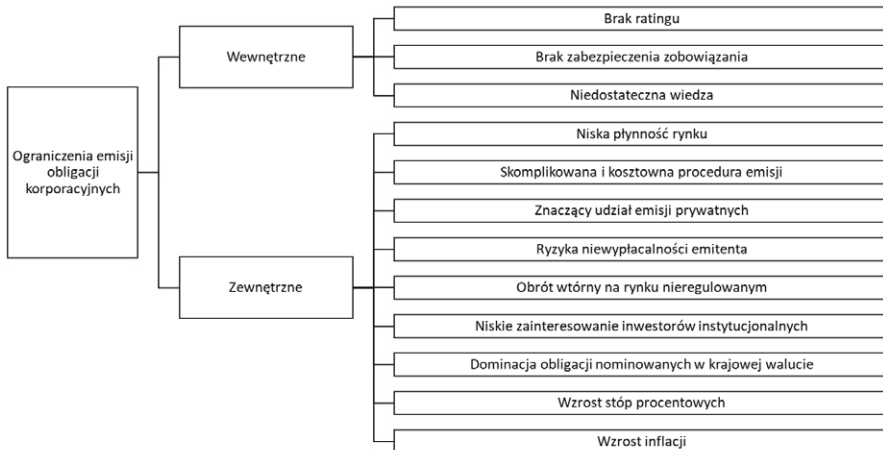
Źródło: P. Bijak, *Efektywność finansowa...*, op. cit., s. 67.

Pozyskanie kapitału w formie obligacji może wiązać się dla przedsiębiorstw z ograniczeniami. Ograniczenia emisji podane przez spółki zaprezentowano na rysunku 6.4.

Po stronie inwestora można zmniejszyć ryzyka występujące w inwestowaniu w obligacje poprzez stosowanie ocen ratingowych, wybieranie emisji zabezpieczonych, zwiększenie bezpieczeństwa zwrotu zainwestowanych kapitałów. Emitent z kolei

<sup>10</sup> Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, Dz.U. 2000 nr 94 poz.1037, art. 300

może zneutralizować ograniczenia przez korzystanie z wyspecjalizowanych podmiotów doradczych, które wspomogą go w procesie emisji obligacji.



Rysunek 6.4. Ograniczenia emisji obligacji korporacyjnych

Źródło: P. Bijak, *Efektywność finansowa...*, op. cit., s.84

Możliwość emisji obligacji przez przedsiębiorstwa, w znaczącej mierze przez spółki akcyjne, została zawarta w przepisach KSH. Nie jest to jednak jednoznaczne ze zdolnością emitowania obligacji – przepisy te dotyczą tylko kwestii kompetencyjnych wewnątrz spółki do podjęcia decyzji o emisji. W przypadku spółki akcyjnej będzie to walne zebranie akcjonariuszy, które określą liczbą głosów podejmie uchwałę o emisji obligacji. Wspomniane przepisy KSH dotyczą wyłącznie prawidłowego ukształtowania wewnętrznej podstawy prawnej emisji obligacji przez spółkę akcyjną. Ogólna podstawa prawna decyduje o posiadaniu zdolności emisyjnej obligacji. Obok niej funkcjonują akty wewnętrznego kierownictwa, które zawierają informacje dotyczące podejmowania decyzji o emisji obligacji, czyli zakresu spraw, które dotyczą organu stanowiącego (dla spółki akcyjnej będzie to walne zgromadzenie akcjonariuszy). Aktami wewnętrznego kierownictwa dotyczącymi emisji obligacji będą decyzje (uchwały) upoważnionych organów. Decyzja o emisji obligacji podejmowana przez organ stanowiący emitenta w formie aktu wewnętrznego kierownictwa powinna zawierać co najmniej następujące elementy:

- decyzję o emisji,
- wskazanie celu,
- ogólne warunki wykupu,
- ramowo określoną wartość emisji.

Jeżeli została podjęta decyzja o emisji obligacji wbrew aktowi wewnętrznego kierownictwa, to stanowi ona czynność prawną, która wywołuje skutki prawne, gdy oświadczenie woli zostało złożone w imieniu emitenta przez upoważnione do tego osoby. Po podjęciu decyzji o pozyskaniu środków w postaci obligacji przez WZA rozpoczyna się proces emisji. Najczęściej trwa on około 2–3 miesięcy, składa się z trzech głównych, wzajemnie ze sobą powiązanych etapów, w skład których wchodzi wskazane na rysunku 6.5 czynności.



Rysunek 6.5. Czynności procesu emisji obligacji z przydziałem dokonany przez GPW w Warszawie

Źródło: Catalyst, <https://gpwcatalyst.pl/jak-zaczac-emitowac-emisje-firmy>

Proces emisji obligacji wymaga poniesienia przez emitenta kosztów w postaci wynagrodzenia dla doradców finansowych i prawnych, domu maklerskiego, kosztów przygotowania ratingu, dokumentów związanych z emisją i opłatami na rzecz Giełdy i Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych, związanych z autoryzacją i rejestracją emisji oraz innych. Przedsiębiorstwa, kalkulując całkowity koszt pozyskania kapitału w postaci obligacji, wliczają wymienione koszty do jej oprocentowania.

Istotną kwestią związaną z pozyskiwaniem kapitału przez emisję obligacji jest jego ujęcie w księgach przedsiębiorstwa. Pozyskany kapitał z tytułu emisji obligacji tworzy zobowiązanie, które „wprowadza się do ewidencji księgowej jako zobowiązania długolub krótkoterminowe (w bilansie) na podstawie jego wartości godziwej – w wysokości uzyskanej kwoty lub innych otrzymanych składników majątkowych”<sup>11</sup>. Koszty związane z emisją obligacji są kosztami operacyjnymi w układzie rodzajowym, natomiast w układzie kalkulacyjnym występują pod pozycją kosztów ogólnego zarządu. W sprawozdaniu z przepływów pieniężnych wpływy i wydatki przedsiębiorstwa, które są związane z emisją obligacji, wykazuje się w części rachunku przepływów pieniężnych odnoszącej się do działalności finansowej.

Dla przedsiębiorstwa pozyskanie kapitału z emisji obligacji jest wartością dodatnią, otrzymuje ono środki pieniężne. Wykup obligacji jest wykazywany ze znakiem ujemnym, ponieważ następuje wypływ środków pieniężnych z przedsiębiorstwa. Odsetki i koszty związane z przeprowadzeniem i obsługą emisji obligacji umieszcza się w grupie odsetek ze znakiem ujemnym<sup>12</sup>. Pozyskiwany kapitał dłużny przy wykorzystaniu obligacji dla przedsiębiorstwa ma duże znaczenie pod względem podatkowym, ponieważ umożliwia obniżenie obciążeń podatkowych. Możliwe jest również tworzenie spółek celowych (Special Purpose Vehicles – SPV), które wpływają pozytywnie na decyzje inwestorów dotyczące zaangażowania się w inwestycje w obligacje, ponieważ umożliwiają obniżenie wartości płaconych podatków<sup>13</sup>.

<sup>11</sup> E. Wrońska-Bukalska (red.): *Finansowanie działalności...*, op. cit. s.118 i dalsze.

<sup>12</sup> Ibidem.

<sup>13</sup> J. Błach, M. Gorczyńska, M. Lipowicz: *Finanse korporacji...*, op. cit., s.205.

## Nowoczesne formy obligacji w finansowaniu przedsiębiorstw

Przedsiębiorstwa poszukują na rynku finansowym kapitału, którego forma byłaby dla niego najbardziej odpowiednia. Współcześnie mogą korzystać z walorów, w wyniku których zgromadzony zostanie kapitał o stosunkowo niskim koszcie, w formie spłaty dostosowanej do sytuacji przedsiębiorstwa. Takimi papierami wartościowymi są obligacje zamienne<sup>14</sup>, określane jako hybrydowe instrumenty finansowe, które łączą w sobie elementy finansowania kapitałem obcym i kapitałem własnym. Cechą charakterystyczną obligacji zamiennych jest realizacja opcji konwersji, która polega na zamianie długu na akcje zwykłe emitenta<sup>15</sup>. Pozyskany kapitał obcy może być zamieniony w dogodnym momencie na kapitał własny, tak więc emisja obligacji zamiennych może być stosowana jako alternatywna dla emisji akcji. Emitent obligacji zamiennych może zastosować niski kupon odsetkowy, gdy w danym okresie akcje przedsiębiorstwa są przewartościowane. Odniesie korzyści z tytułu wystąpienia efektu tarczy podatkowej i nie wystąpi ryzyko zmiany struktury kapitału<sup>16</sup>.

Proces emisji obligacji zamiennych jest analogiczny do obligacji zwykłych z uwzględnieniem specyficznych elementów w uchwale o emisji obligacji zamiennych. Zamieszcza się dodatkowe klauzule – są to: opcje call i put. Wystąpienie tych elementów wskazuje na specyficzne unormowania tego waloru. Dają one obu stronom (emitentowi i obligatariuszom) możliwość wcześniejszego wykupu lub dokonania zamiany takich obligacji na akcje. Rozpatrując obligacje zamienne, warto zwrócić uwagę na elementy ryzyka specyficzne dla tego rodzaju waloru – są to: ryzyko niewypłacalności, zmiany stopy procentowej czy też przedterminowego wykupu.

Wraz z dynamicznie rozwijającym się rynkiem obligacji korporacyjnych w Polsce wzrasta popularność obligacji zamiennych. Możliwości konstrukcji waloru, który jest hybrydowym papierem wartościowym sprawiają, że są one bardzo chętnie wykorzystywane przez przedsiębiorstwa. Budowa obligacji zamiennych pozwala na konstruowanie ich w taki sposób, że można obniżyć ryzyko prawdopodobieństwa niespłacenia długu w porównaniu do zwykłych obligacji. Zajmują one miejsce na rynku finansowym pomiędzy obligacjami a akcjami, stanowiąc jakościowo nowy instrument.

<sup>14</sup> Ustawa o obligacjach, art. 19; można przyjąć następujące brzmienie definicji: obligacja zamiana jest papierem wartościowym, który jest emitowany w serii, „nieposiadającym formy dokumentu, na podstawie którego emitent zobowiązuje się do spełnienia względem i na żądanie obligatariusza jednego z dwóch alternatywnych świadczeń: pieniężnego (tj. świadczenia polegającego na zapłacie należności głównej wraz z ewentualnymi należnościami ubocznymi) lub niepieniężnego (tj. polegającego na zamianie obligacji na akcje emitenta zgodnie z precyzyjnie ujętym paritetem zamiany)”. Zgodnie z komentarzem do Ustawy „świadczenie, do jakiego w rezultacie emisji obligacji zamiennych zobowiązuje się emitent jest świadczeniem mieszanym”.

<sup>15</sup> D. Kaźmierczak: *Obligacje zamienne z niską premią konwersji. Alternatywa dla emisji akcji czy zwykłego długu?* *Finanse, Rynki finansowe, Ubezpieczenia* 2017, nr 5 (89), cz. 1, s. 193 i dalsze.

<sup>16</sup> *Ibidem*. Wnioski dotyczące emisji obligacji zamiennych obejmowały walory o niskiej premii konwersji dla gospodarek z rozwiniętym rynkiem kapitałowym tj. Stanów Zjednoczonych i Europy.

Tabela 6.3. Szanse i zagrożenia dla emitenta z wykorzystania obligacji zamiennych

Szanse	Zagrożenia
<ul style="list-style-type: none"> <li>– możliwość pozyskania kapitału o niższym koszcie<sup>17</sup>,</li> <li>– wpływ na strukturę kapitałów firmy, opóźnienie efektu rozwodnienia kapitału,</li> <li>– zabezpieczenie płynności finansowej przez wykup zadłużenia emisją akcji,</li> <li>– wprowadzenie opcji call umożliwia stałą kontrolę nad kosztami finansowania<sup>18</sup>.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– ryzyko deprecjacji akcji przez realizację praw zamiany,</li> <li>– niewłaściwa ocena ceny konwersji akcji w stosunku do faktycznych tendencji rynkowych,</li> <li>– ryzyko pogorszenia rentowności kapitału własnego,</li> <li>– brak gwarancji konwersji i związane z tym ryzyko utraty płynności finansowej.</li> </ul>

Źródło: G. Łukasik: *Wykorzystanie obligacji zamiennych w strategii finansowej spółek akcyjnych*. Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowości i Finansów w Katowicach 2003, s. 75.

Przedsiębiorstwa mogą pozyskiwać kapitał przez emisję obligacji na rynkach międzynarodowych. Jedną z takich form są euroobligacje, definiowane w następujący sposób:

- według Reutersa – „niezabezpieczone instrumenty dłużne, najczęściej na okaziciela, emitowane przez rządy, banki, przedsiębiorstwa i organizacje ponadnarodowe poza rynkiem waluty, w której są nominowane”<sup>19</sup>,
- według Banku Światowego – „to obligacje, które są subskrybowane i sprzedawane na różnych rynkach międzynarodowych jednocześnie, zazwyczaj przez międzynarodowe syndykaty bankowe”<sup>20</sup>,
- według M. Grzybczyka, P. Zięby – „euroobligacja jest papierem wartościowym wystawionym na okaziciela, rodzajem obligacji, emitowanym w innej walucie niż waluta krajowa emitenta oraz zbywalna na tzw. rynku eurowalutowym, ... różnią się od zwykłych obligacji tym, że konsorcjum bankowe rozprawdzające euroobligacje denominowane w różnych tzw. eurowalutach ma zasięg międzynarodowy”<sup>21</sup>.

Wewnętrzne, krajowe przepisy prawne nie nakładają wymogów co do elementów w konstrukcji euroobligacji; wynika to z faktu, że rynek euroobligacji jest poza jurysdykcją jakiegokolwiek państwa, czyli nie podlega kontroli narodowych władz walutowych. Euroobligacje to obligacje emitowane w walucie krajowej na wielu różnych rynkach zagranicznych jednocześnie. Przykładowo, firma z siedzibą w USA emituje obligacje denominowane w dolarach i w USA, i w Europie, w tym samym czasie. W zależności od waluty, w której obligacje są denominowane, noszą one różne nazwy, np. obligacje eurodolarowe denominowane są w dolarach, a denominowane w jenach to eurojenowe obligacje.

<sup>17</sup> Jeżeli obligatariusze zdecydują się na świadczenia niepieniężne, emitent będzie zwolniony z ich wykupu – wypłaty środków pieniężnych. Z kolei w sytuacji, gdy obligatariusz zdecyduje się na świadczenie pieniężne, emitent zapłaci należną mu wartość, która jest niższa niż obligacji klasycznych o podobnych parametrach.

<sup>18</sup> Materiały Źródłowe Banku Pekao S.A. przedstawiane na konferencjach dla inwestorów, jak i firm poszukujących atrakcyjnych źródeł finansowania na rynku.

<sup>19</sup> Reuters: *Rynek obligacji – wprowadzenie*. Dom Wydawniczy ABC, Kraków 2001, s. 59.

<sup>20</sup> K. Zgorzelska: *Rynek pieniężny i kapitałowy. Debiuty ekonomiczne*. Wydawnictwo AE w Poznaniu, Poznań 2000, s.158.

<sup>21</sup> M. Grzybczyk, P. Zięba: *Emisja kwitów depozytowych i euro obligacji*. C.H.Beck, Warszawa 2000, s.99.

Różnorodność wewnętrzna rynku euroobligacji jest dużą zaletą zarówno dla emitentów jak i dla potencjalnych inwestorów. W obrocie znajdują się instrumenty o cechach bardzo odmiennych. Dlatego z punktu widzenia inwestora niezbędne jest zapoznanie się z opisem poszczególnych parametrów euroobligacji, aby wybrać walor, który będzie odpowiadał jego oczekiwaniom. Dla emitenta taka różnorodność jest dużym atutem, ponieważ umożliwia pozyskanie kapitału na warunkach emitenta odpowiadających jego aktualnej sytuacji finansowej.

Na rynkach zagranicznych odbywa się obrót obligacjami, które zostały poddane opisowi i analizie. Takie walory zostały wyemitowane poza krajem siedziby emitenta. W zależności od kraju, z którego pochodzą emitenci, obligacje zagraniczne mają charakterystyczne nazwy. Są to odpowiednio dla emitowanych w krajach obligacje zagranicznych firm: USA – obligacje jankeskie, Japonia – obligacje samurajskie, Wielka Brytania – obligacje buldoga, Królestwo Niderlandów – obligacje Rembrandta, Hiszpania – obligacje Matadora, Portugalia – obligacje Navigator i Australia – obligacje Matilda<sup>22</sup>.

W procesie plasowania walorów podmioty starające się pozyskać kapitał przez emisję euroobligacji mają do pokonania szereg trudności. Można je pogrupować w bariery wewnętrzne i zewnętrzne. Bariery wewnętrzne emitenta euroobligacji są następujące:

1. Dopasowanie regulacji prawnych do obowiązujących standardów międzynarodowych.
2. Ujednolicenie form i trybu ustanawiania zabezpieczeń; w przypadku ustanowienia hipoteki konieczne jest podanie w sposób bardzo dokładny beneficjenta, który w szczególnych przypadkach może nie być określony, np. euroobligacje na okaziciela.
3. Niestabilne warunki gospodarowania, do których zaliczyć można zmieniające się ustawy podatkowe, czy o prowadzeniu działalności gospodarczej; niebezpieczeństwo przejawia się w trudnościach z przewidywaniem zysków i ograniczeniach w planowaniu długoterminowych strategii.

Bariery zewnętrzne emitenta euroobligacji, to z kolei:

1. Nieznajomość firm przez międzynarodowych inwestorów, a szerzej także przez działające na międzynarodowym rynku podmioty finansowe; takie niebezpieczeństwo jest możliwe nawet w sytuacji, gdy plasowana oferta jest bardzo dobrze przygotowana, a inwestycja z euroobligacji zapewnia wysoką stopę zwrotu; sytuacja taka ma miejsce, gdy walor jest uznany przez rynek za ryzykowny lub nie zostanie przez niego zauważony.
2. Trudności z osiągnięciem wysokiej oceny ratingowej.
3. Polityka gwarancyjna państwa.

Rola i znaczenie euroobligacji w finansowaniu przedsiębiorstw jest bardzo duże. Jest to jedna z form pozyskiwania dłużnego na międzynarodowym rynku finansowym. W dobie procesów globalizacji polskie przedsiębiorstwa często korzystają z tej formy, jak również z najnowszego rodzaju obligacji, czyli obligacji zielonych.

<sup>22</sup> M. Lipowicz: *Wykorzystanie wierzyielskich papierów wartościowych w pozyskiwaniu kapitału*. Prawo Przedsiębiorcy 2006, nr 46(722), s. 37.

Zielone obligacje zalicza się do innowacyjnych instrumentów na rynku finansowym, a ich znaczenie w pozyskiwaniu kapitału przez przedsiębiorstwa jest coraz większe. Po raz pierwszy pojawiły się w latach 2007 i 2008, a ich emitentem był odpowiednio Europejski Bank Inwestycyjny (EBI) i Bank Światowy (World Bank). Kolejnymi emitentami były międzynarodowe instytucje finansowe, a następnie państwa reprezentowane przez swoje agendy. W przypadku Polski był to Skarb Państwa, który jako pierwszy podmiot – emitent rządowy – uplasował zielone obligacje w 2016 roku<sup>23</sup>.

Nazwa zielona obligacja związana jest z celem, na który będą przeznaczone środki pozyskiwane za jej pomocą. Są one wykorzystywane do realizacji przedsięwzięć ekologicznych. Zielone obligacje (*green bonds* – GB) są częścią szybko rozwijających się Green Finance. Obligacje zalicza się do zielonych obligacji, jeśli spełniają cztery podstawowe kryteria GBP (*Green Bonds Principles*), a wptywy z nich wykorzystywane są wyłącznie do pełnego lub częściowego finansowania bądź refinansowania nowych i/lub istniejących projektów zaliczanych do tzw. projektów zielonych. Kryteria GBP dotyczą czterech obszarów:

1. Wykorzystania środków na jeden z określonych sektorów<sup>24</sup>.
2. Procesu oceny i selekcji projektów.
3. Zarządzania środkami pochodzącymi z emisji obligacji.
4. Raportowania<sup>25</sup>.

W polskim porządku prawnym nie ma jednolitej, obowiązującej definicji zielonych obligacji. Również Ustawa o obligacjach nie wymienia takiego jej rodzaju. Dlatego zasadne jest wskazanie na definicję zgodną z GBP. Ramy prawne zielonych obligacji są oparte na pryncypiach opublikowanych przez ICMA po raz pierwszy w 2018 r. (obecna wersja pochodzi z 2021 r. – załącznik z lipca 2022 r.). W ramach prawodawstwa Unii

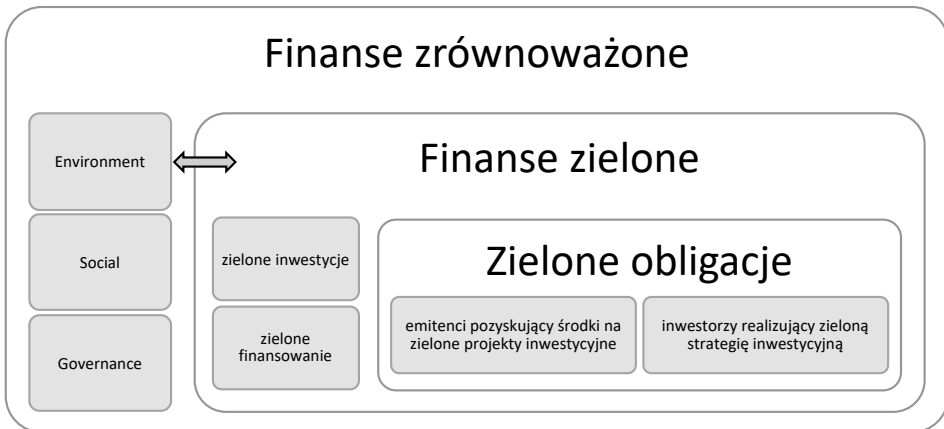
<sup>23</sup> Ministerstwo Finansów Rzeczypospolitej Polskiej: *Dokumentacja dotycząca obligacji green bonds z grudnia 2016 roku – Green bond report on the use of proceeds*, = Rzeczpospolita Polska jako pierwszy kraj w 2016 r. wyemitowała skarbowe zielone obligacje (*sovereign green bonds*). Początkowo kwota emisji wynosiła 500 mln EUR, lecz ze względu na duże zainteresowanie zwiększono ją do wartości 750 mln EUR. Po stronie nabywców tych walorów byli inwestorzy z Niemiec, Austrii, Belgii, Holandii i Luksemburga. Środki pochodzące z emisji wykorzystano do finansowania projektów związanych ze zrównoważonym rolnictwem (292,1 mln EUR), czystym transportem (241,3 mln EUR), odnawialną energią (155,2 mln EUR), parkami narodowymi (35,4 mln EUR), zalesianiem (21 mln EUR) i rekultywacją hałd (20 tys. EUR). <https://www.gov.pl/web/finanse/emisje> (dostęp: 15.02.2024).

<sup>24</sup> Wskazanymi sektorami są: energia odnawialna, efektywność energetyczna, zapobieganie powstawaniu zanieczyszczeń i ich kontrola, zrównoważone zarządzanie żywymi zasobami naturalnymi oraz wykorzystaniem gruntu, ochrona bioróżnorodności lądowej i wodnej, czysty transport, zrównoważone gospodarowanie zasobami wodnymi i ściekami, dostosowanie do zmian klimatu, produkty, technologie produkcji oraz procesy wydajne ekologicznie i/lub dostosowane do gospodarki o obiegu zamkniętym i zielone budynki.

<sup>25</sup> ICMA (International Capital Market Association): *The Green Bond Principles (GBP)*, 2021. <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/green-bond-principles-gbp/>; ICMA (International Capital Market Association): *Green, Social and Sustainability Bond Index Service Mapping Supporting Paper*, 2022, [https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2022-updates/GSS-Bond-Index-Supporting-Paper\\_June-2022-280622.pdf](https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2022-updates/GSS-Bond-Index-Supporting-Paper_June-2022-280622.pdf)

Europejskiej obowiązuje rozporządzenie UE 2023/2631 w sprawie europejskich zielonych obligacji, określane jako „Rozporządzenie EuGB”<sup>26</sup>.

Zielone obligacje są wykorzystywane do pozyskania środków na realizację prośrodowiskowych przedsięwzięć i projektów inwestycyjnych. Miejsce zielonych obligacji w strukturze rynku obligacji z uwzględnieniem rozwijających się nowych dziedzin finansów prezentuje rysunek 6.6. Zielone obligacje nazywane są niekiedy obligacjami klimatycznymi<sup>27</sup>.



Rysunek 6.6. Miejsce zielonych obligacji na tle finansów zrównoważonych

Źródło: M. Lipowicz: *Zielone obligacje – instrument finansowania zrównoważonego rozwoju przedsiębiorstw*. Zeszyty Naukowe Akademii Górnośląskiej 2023, nr 6, s.95 i dalsze.

Środki pozyskane z emisji zielonych obligacji mogą być wykorzystane na finansowanie projektów, które są zaliczane do odpowiedniej kategorii. Tymi środkami można sfinansować projekty związane z energią odnawialną, efektywnością energetyczną, zapobieganiem powstawania zanieczyszczeń i ich kontroli, zrównoważonym zarządzaniem żywymi zasobami naturalnymi oraz wykorzystaniem gruntu, ochroną bioróżnorodności lądowej i wodnej, czystym transportem, zrównoważonym gospodarowaniem zasobami wodnymi i ściekami, dostosowaniem do zmian klimatu, produktami, technologiami produkcji oraz procesami wydajnymi ekologicznie i/lub dostosowaniem do gospodarki o obiegu zamkniętym i zielonymi budynkami<sup>28</sup>.

Zielone obligacje umożliwiają inwestorom zaangażowanie swoich środków w projekty o znaczeniu ekologicznym, które wpisują się w nurt inwestowania społecznie odpowie-

<sup>26</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2023/2631 z dnia 22 listopada 2023 r. w sprawie europejskich zielonych obligacji oraz opcjonalnego ujawniania informacji na temat obligacji wprowadzanych do obrotu jako zrównoważone środowiskowo i obligacji powiązanych ze zrównoważonym rozwojem <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX%3A32023R2631#share>

<sup>27</sup> CBI (Climate Bonds Initiative). Policy areas supporting the growth of a green bond market | Climate Bonds Initiative

<sup>28</sup> Szerzej M. Lipowicz: *Zielone obligacje – instrument finansowania zrównoważonego rozwoju przedsiębiorstw*, Zeszyty Naukowe Akademii Górnośląskiej 2023, nr 6, s.95 i dalsze.



działnego (*socially responsible investment* – SRI). Polskie przedsiębiorstwa wykorzystują zielone obligacje do pozyskania kapitału. Wydaje się, że ta forma będzie zyskiwała na znaczeniu w dobie upowszechniania się istoty zrównoważonego rozwoju. Dzięki tym obligacjom podmioty pozyskują kapitały na finansowanie działań w ramach SDG. Ujednolicenie procedur emisji oraz raportowania wpłynie pozytywnie na zwiększenie zainteresowania podmiotów emisją zielonych obligacji.

## Podsumowanie

Przedsiębiorstwa mogą korzystać z szerokiej gamy dostępnych źródeł finansowania, których liczba stale się zwiększa wraz z dynamicznym rozwojem rynku finansowego. Polskie przedsiębiorstwa korzystają z różnych rodzajów obligacji, lecz jest to niedoceniany przez nie instrument finansowy. W swojej konstrukcji obligacje umożliwiają przedsiębiorstwom pozyskanie ich w kwocie i na warunkach, jakie będą dla nich dogodnie. Możliwości kapitałowe międzynarodowego rynku, czy jeszcze szerzej, rynku globalnego, są nieograniczone. Innowacyjne formy obligacji, poczynając od obligacji zamiennych, euroobligacji czy obligacji zielonych, oferują przedsiębiorstwom dowolną wartość kapitału, jak i formę w pełni dostosowaną do ich potrzeb.

Decydując się na finansowanie działalności kapitałem dłużnym, przedsiębiorstwa mogą wybierać spośród różnorodnej grupy instrumentów. Do finansowania zrównoważonego rozwoju wykorzystują emisje zielonych obligacji. Stanowią one znaczące źródło kapitału dla podmiotów, które poszukują środków na finansowanie działań w ramach SDG. Wskazuje się na taki kierunek rozwoju dla rynków finansowych nie tylko w Unii Europejskiej, ale i na całym świecie. Działania polskich podmiotów na rynku zielonych obligacji należy ocenić pozytywnie. Rozwój tego segmentu rynku w Polsce rozpoczął się od emisji skarbowych, zielonych obligacji, następnie wyemitowały je korporacje i podmioty samorządowe. Polski rynek zielonych obligacji jest jeszcze na wczesnym etapie rozwoju. W przyszłości jednak rynek tych obligacji będzie dynamicznie się rozwijał. Jest to związane ze zwiększającą się popularnością społecznie odpowiedzialnego inwestowania. Rosną potrzeby emitentów na odpowiedzialne instrumenty finansowe, a regulator opracowuje normy dotyczące raportowania ESG w sektorze finansowym.

Wydaje się, że w najbliższych latach nastąpi wzrost zainteresowania przedsiębiorstw pozyskiwaniem kapitału poprzez emisje obligacji. Różnorodność tego papieru wartościowego wraz z rozwijającym się rynkiem Catalyst wpłyną pozytywnie na zwiększenie roli obligacji w finansowaniu działalności przedsiębiorstw.

