

## Obligacje podporządkowane w latach 2015 - 2017

### Definicja

Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 roku o obligacjach określa w art. 22, że „Emitent w warunkach emisji może postanowić, że wierzytelności wynikające z emitowanych przez niego obligacji, jeżeli nie zostały zabezpieczone, w przypadku upadłości lub likwidacji, będą zaspokojone po zaspokojeniu wszystkich innych wierzytelności przysługujących wierzycielom wobec tego emitenta.” W przypadku niewypłacalności emitenta zostaną one zaspokojone dopiero po uregulowaniu zobowiązań wynikających z długu senioralnego a także innych wierzytelności zaciągniętych przez emitenta.

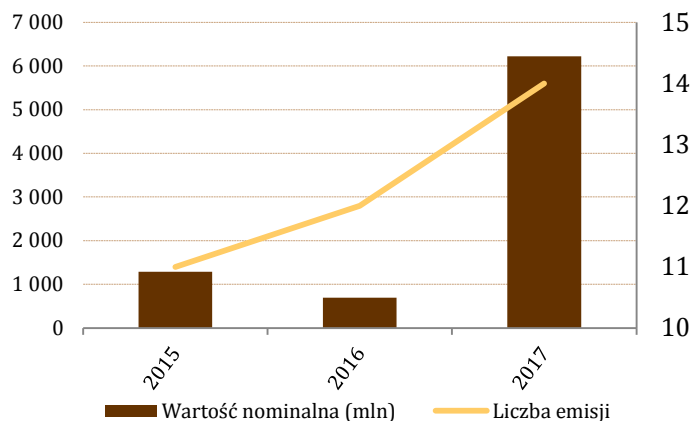
### Korzyści kapitałowe dla emitenta

Emisja długu podporządkowanego jest szczególnie korzystna dla instytucji działających na rynku finansowym. Każda taka instytucja musi przestrzegać surowo zdefiniowanych wymogów kapitałowych, określonych jako suma kapitałów Tier I oraz Tier II. Zgodnie z ustawą Prawo Bankowe, Komisja Nadzoru Finansowego może wydać zgodę na zakwalifikowanie długu podporządkowanego jako kapitału dodatkowego w Tier II, o którym mowa w rozporządzeniu Parlamentu Europejskiego i Rady UE nr 575/2013. Emisja obligacji podporządkowanych jest atrakcyjnym kosztowo sposobem na powiększenie kapitałów własnych instytucji. Dodatkowo powszechną praktyką rynkową jest wbudowanie w obligacje podporządkowane opcji *call*, która pozwala emitentowi na refinansowanie zadłużenie w sytuacji wystąpienia korzystnych warunków rynkowych, jednak nie wcześniej niż po 5 latach od momentu emisji obligacji.

### Emisje obligacji podporządkowanych w latach 2015 - 2017

Począwszy od 2015 roku można zaobserwować dynamiczny trend wzrostowy na rynku długu podporządkowanego. W 2015 roku pięć instytucji finansowych zdecydowało się wyemitować obligacje podporządkowane o łącznej wartości nominalnej 1,289 mld PLN podczas gdy w pierwszych 10 miesiącach 2017 roku siedem instytucji finansowych wyemitowało dług podporządkowany o nominale 6,218 mld PLN, co implikuje niemalże 5-krotny wzrost wartości emisji w okresie dwóch lat. W 2017 roku obligacje podporządkowane wyemitowało siedem instytucji finansowych, dla których decyzje o emisji wynikały z różnych uwarunkowań i celów operacyjnych. W przypadku PKO BP bank wykorzystał przysługującą mu opcję *call* i dokonał refinansowania starego zadłużenia, zmniejszając jego koszt. Getin Noble Bank na bieżąco przeprowadza rolowanie wygasających obligacji, natomiast przechodzący restrukturyzację Bank Ochrony Środowiska wykorzystał emisje obligacji podporządkowanych do zwiększenia współczynników kapitałowych. W tym roku na rynek długu podporządkowanego pierwszy raz zdecydowały się wejść także dwie duże instytucje finansowe, a konkretnie PZU oraz Bank Pekao. Można więc zobaczyć, że emisja obligacji podporządkowanych jest coraz popularniejszym sposobem poprawy współczynników kapitałowych, wykorzystywanych zarówno przez instytucje, które zostały zmuszone do przeprowadzenia niezbędnej restrukturyzacji, jak i te będące największymi i najbardziej stabilnymi podmiotami działającymi na rynku finansowym. Warto także zwrócić uwagę, że w zestawieniu emitentów obligacji podporządkowanych, ze względu na duże rozproszenie, nie uwzględniono banków spółdzielczych z wyjątkiem Banku Polskiej Spółdzielczości jako banku zrzeszającego.

### Wartość nominalna i liczba emisji w latach 2015 - 2017



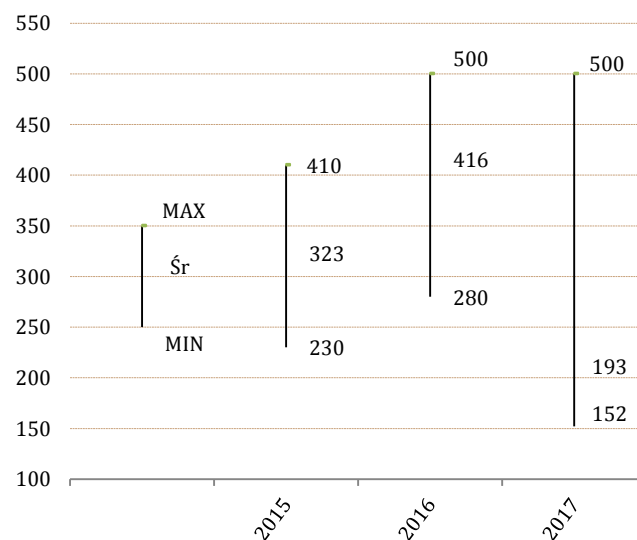
### Wartość przeprowadzonych emisji w latach 2015 - 2017

Emitent	2015	2016	2017
<b>Wartość emisji (mln)</b>			
Getin Noble Bank	32	340	334
PKO BP	0	0	1 700
Alior Bank	778	220	600
Bank Ochrony Środowiska	183	0	34
Bank Pocztowy	0	50	50
Idea Bank	209	0	0
PZU	0	0	2 250
Bank Polskie Spółdzielczości	88	84	0
Bank Pekao	0	0	1 250

### Najbardziej aktywni emitenci obligacji podporządkowanych (2015 - 2017)

Top 5 emitentów			
Wartość emisji (mln)		Liczba emisji	
PZU	2 250	Getin Noble Bank	17
PKO BP	1 700	Alior Bank	7
Alior Bank	1 598	Bank Ochrony Środowiska	3
Bank Pekao	1 250	Bank Polskiej Spółdzielczości	3
Getin Noble Bank	706	Bank Pocztowy	2

### Marże oferowane na rynku pierwotnym



## Marże na rynku pierwotnym

Roszczenia wynikające z obligacji podporządkowanych, w sytuacji niewypłacalności emitenta, są zaspokajane dopiero po całkowitym spłaceniu długu senioralnego, obligacje takie niosą więc dla inwestorów wyższe ryzyko niż obligacje niepodporządkowane. Za to wyższe ryzyko inwestorzy oczekują odpowiednio wyższego wynagrodzenia czyli marży. Na rynku można zaobserwować jednak sytuację, w której emitenci mogą plasować swoje obligacje podporządkowane oferujące coraz niższe marże. Wraz ze spadkiem marży oferowanej na rynku pierwotnym spada koszt pozyskania kapitału w drodze emisji długu podporządkowanego. Wazona wartością nominalną średnia marża proponowana w ofertach publicznych w 2017 roku wynosiła 193 bps., podczas gdy w 2016 roku było to 416 bps., natomiast w 2015 roku 323 bps.. Wzrost średniej wartości marży w 2016 roku wynikał przede wszystkim z faktu, że ponad 50 proc. wartości wszystkich przeprowadzonych w tym roku ofert publicznych obligacji podporządkowanych zostało wyemitowanych przez Getin Noble Bank, który w tym okresie musiał oferować inwestorom marże wynoszącą aż 5 proc.. Zmniejszający się koszt pozyskania kapitału potwierdzają emisje przeprowadzone przez Alior Bank i Bank Pocztowy. Potwierdza to także emisja dokonana przez PKO BP, która posłużyła do wcześniejszego wykupu obligacji, od których bank płacił marże w wysokości 1,64 proc.. Obecna sytuacja rynkowa pozwala na obniżenie marż również bankom przechodzącym proces restrukturyzacji. Potwierdza to przykład Getin Noble Banku, który w 2017 roku zmniejszył oferowaną marżę do 400 bps., po jej wzroście na początku 2016 roku. Jedynym wyjątkiem jest Bank Ochrony Środowiska, który w prywatnej emisji przeprowadzonej w 2017 roku zmuszony był płacić 450 bps. marży podczas gdy w 2015 roku płacił 230 bps.. Należy jednak pamiętać, że bank jest w trakcie realizacji programu postępowania naprawczego, co zapewne nie pozostaje bez znaczenia dla wysokości marży oczekiwanej przez inwestorów.

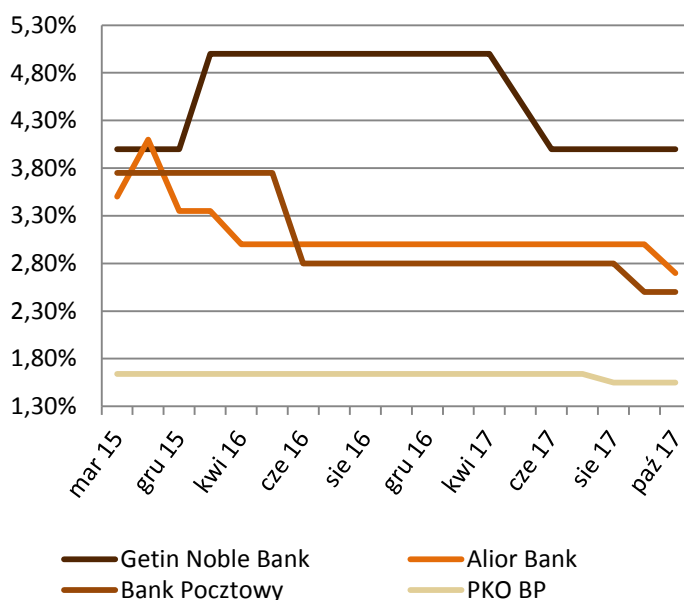
## Rynek wtórny i discounted margin obligacji podporządkowanych.

Zdecydowana większość obligacji podporządkowanych oferowanych w ramach oferty publicznej jest notowana na rynku zorganizowanym. Rozwiązanie takie jest korzystne dla inwestorów posiadających obligacje w portfelu gdyż mogą oni zdecydować o wcześniejszym zakończeniu inwestycji. Istnienie rynku wtórnego dla obligacji danego emitenta oraz ich płynność jest dla inwestorów korzyścią, a także wpływa na popyt i oczekiwaną stopę zwrotu z obligacji oferowanych w ramach nowych emisji. Miarą pokazującą rentowność obligacji na rynku wtórnym, często wykorzystywaną przez inwestorów, jest *discounted margin*, a więc implikowana z ceny obligacji dochodowość ponad stopę referencyjną, jaką uzyskuje się trzymając obligację aż do wykupu. Nie licząc instytucji, które przechodzą program naprawczy, a więc Getin Noble Banku oraz Banku Ochrony Środowiska, *discounted margin* obligacji innych emitentów długu podporządkowanego jest niższa niż marża proponowana przez tych emitentów w ofercie publicznej. Sytuacja taka pokazuje, że inwestorzy dobrze oceniają wiarygodność kredytową emitentów obligacji podporządkowanych, a co za tym idzie w kolejnych emisjach publicznych prawdopodobnie będą w stanie akceptować coraz niższe marże oferowane przez emitentów.

## Najniższa oferowana marża w emisji publicznej

Emitent	2015	2016	2017
<b>Marża (bps)</b>			
Getin Noble Bank	400	500	400
PKO BP			155
Alior Bank	314	300	270
Bank Ochrony Środowiska	230		450
Bank Pocztowy		280	250
Idea Bank	330		
PZU			180
Bank Pekao			152

## Marża oferowana na rynku pierwotnym w poprzedniej emisji



## Marża vs discounted margin dla 15 największych emisji

EMITENT	SERIA	Wykup	Marża	DM 2016	DM 2017
PZU	PZU0727	2 250 000 000	180		↓140
PKO BP	PKO0827	1 700 000 000	155		↓136
Alior Bank	ALR0924	321 700 000	314	↓235	↓154
Alior Bank	ALR0321	192 950 000	350	↓310	↓185
Alior Bank	ALR1221	183 350 000	335	↓192	↓187
Alior Bank	ALR0522	150 000 000	325	↓201	↓212
Bank Ochrony Środowiska	BOS0724	150 000 000	230	↑407	↑397
Alior Bank	ALR1022	80 000 000	410	↓232	↓149
Alior Bank	ALR0524	70 000 000	300	↓218	↓232
Getin Noble Bank	GNO0424	62 000 000	500		↑635
Getin Noble Bank	GNB0723	60 000 000	500	↑517	↑645
Getin Noble Bank	GNB0424	55 000 000	500		↑587
Getin Noble Bank	GNB0523	50 000 000	500	↑549	↑606
Bank Pocztowy	BPO0626	50 000 000	280	↓222	↓213
Getin Noble Bank	GNB0124	42 000 000	500		↑661

### **Podsumowanie**

Obligacje podporządkowane stają się coraz bardziej popularnym sposobem na pozyskanie kapitału. Co ważne, ich konstrukcja pozwala instytucjom finansowym na poprawę wskaźników kapitałowych po względnie niskim koszcie. Ostatnie lata, w których znacząco wzrosła wartość przeprowadzonych emisji tego typu instrumentów pokazuje, że inwestorzy chętnie sięgają po obligacje podporządkowane jako formę inwestycji kapitałowych. Obecna rzeczywistość rekordowo niskich stóp procentowych jest idealna aby rozważyć pozyskanie kapitału w postaci długu podporządkowanego. Emisja obligacji podporządkowanych pozwala instytucjom finansowym na osiągnięcie podobnych korzyści jak emisja akcji (poprawa wskaźników kapitałowych) przy uniknięciu niektórych negatywnych następstw zwiększenia liczby akcji. Przede wszystkim emisja obligacji podporządkowanych nie powoduje rozwodnienia akcjonariatu, które jest ogólnie niepożądane przez akcjonariuszy. Zwłaszcza znaczący akcjonariusze instytucji finansowej, która zmuszona by była do poprawy swoich współczynników kapitałowych, w przypadku emisji akcji musieliby wziąć udział w nowej emisji aby zachować swój aktualny udział w akcjonariacie. Obligacje podporządkowane pozwalają na uniknięcie tego problemu. Ważnym argumentem działającym na korzyść obligacji podporządkowanych w porównaniu z akcjami jest mniej skomplikowana procedura przeprowadzenia emisji. Podwyższenie kapitału w ramach emisji akcji wymaga uchwały Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy, a zmiany struktury akcjonariatu wymagają często decyzji Komisji Nadzoru Finansowego w sprawie braku sprzeciwu co do zmiany struktury. Proces emisji akcji często jest więc dłuższy i bardziej skomplikowany niż proces emisji obligacji podporządkowanych. Wprowadzenie do bilansu obligacji podporządkowanych, a więc dywersyfikacja źródeł finansowania działalności instytucji finansowej wpływa korzystnie na stabilność bilansu. Odpowiedni podział źródeł finansowania pomiędzy depozyty, pożyczki z rynku międzybankowego, wpłaty od akcjonariuszy czy dług podporządkowany korzystnie wpływa na stabilność operacyjną instytucji finansowej i jej postrzeganie przez uczestników rynku.

## Nota prawna

Niniejszy materiał został sporządzony przez NWAI Dom Maklerski S.A. (NWAI)<sup>1</sup> wyłącznie w celu informacyjnym, nie stanowi porady inwestycyjnej lub podatkowej ani rekomendacji inwestycyjnej, nie jest również wskazaniem, że nabycie obligacji lub rezygnacja z tej formy inwestowania jest właściwym rozwiązaniem dla konkretnego inwestora.

Niniejszy materiał w szczególności nie jest propozycją nabycia w rozumieniu artykułu 34 ustawy o obligacjach z dnia 15 stycznia 2015 r. (dz. u. z 2015 r. poz. 238) ani nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 kodeksu cywilnego. inwestowanie w obligacje obarczone jest szeregiem ryzyk, które należy wziąć pod uwagę nabywając te papiery wartościowe

Analitycy wymienieni na stronie tytułowej są osobami, które przygotowały i sporządziły niniejszy materiał. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Niniejszy raport ma charakter opinii jego autorów, został przygotowany z dochowaniem należytej staranności, w oparciu o fakty i informacje uznane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak NWAI nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania raportu były wszelkie informacje na temat spółek, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Niniejszy materiał nie może stanowić podstawy podjęcia decyzji inwestycyjnej, zarówno autorzy jak i NWAI nie ponoszą odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej analizie. Odbiorca niniejszego dokumentu powinien przeprowadzić własną analizę informacji zawartej lub przytoczonej w niniejszym dokumencie, jak również ocenę merytoryczną oraz ocenę ryzyk związanych w inwestowaniem w instrumenty finansowe, których niniejszy dokument może nawiązywać.

NWAI informuje, że obligacje przedstawione w niniejszym materiale mogą stanowić przedmiot inwestycji NWAI.

---

<sup>1</sup> NWAI Dom Maklerski S.A. spółka z siedzibą w Warszawie przy ul. Nowy Świat 64, 00-357 Warszawa, posiadająca zezwolenie na prowadzenie działalności maklerskiej na podstawie decyzji Komisji Nadzoru Finansowego numer DFL/4020/125/80/1/187/1/08/09 z dnia 31 lipca 2009 roku, numer DFL/4020/182/21/1/87/19/09/10 z dnia 26 maja 2010 roku, numer DFL/4020/107/24/1/87/16/2011 z dnia 18 października 2011 roku, numer DRK/4020/49/17/13/1/2012 z dnia 7 sierpnia 2012 roku oraz z dnia 27 września 2016 roku numer DRK/WL/4020/23/30/2016/87/1.