

**Rafał Płókarz**

Wyższa Szkoła Bankowa w Toruniu

---

## EURORYNKI ZŁOTOWYCH PAPIERÓW DŁUŻNYCH ALTERNATYWNYM ŹRÓDŁEM FINANSOWANIA PRZEDSIĘBIORSTW MIĘDZYNARODOWYCH

---

**Streszczenie:** Opracowanie prezentuje tło i przyczyny dynamicznego rozwoju segmentu eurorynku złotych papierów dłużnych od połowy lat 90. aż do współczesności. Ponad 200 emitentów bardzo różnorodnych instrumentów pozyskuje denominowany w PLN kapitał w celach spekulacyjnych, arbitrażowych i z przeznaczeniem na inwestycje bezpośrednie w Polsce. Inwestorami, którzy uwierzyli w siłę polskiej waluty, są podmioty z całego świata: z Polski, krajów zachodnioeuropejskich, a nawet drobni inwestorzy z Dalekiego Wschodu. Mimo zahamowania rozwoju rynku w efekcie kryzysu finansowego, rynek odradza się od połowy 2010 r., osiągając wartość 45 mld zł.

**Słowa kluczowe:** eurorynki, obligacje, waluty, przedsiębiorstwa międzynarodowe.

### 1. Wstęp

Celem niniejszego opracowania jest analiza przyczyn powstania i rozwoju niszowego segmentu eurorynku obligacji złotych, jego zachowania w czasie kryzysu finansowego i wskazanie perspektyw dalszego rozwoju. Zaprezentowano specyficzne uwarunkowania instytucjonalne i produktowe, determinujące atrakcyjność tego rodzaju instrumentów dla zagranicznego i polskiego inwestora.

### 2. Geneza i przyczyny emisji zagranicznych obligacji złotych

Polskie prawo dewizowe z 1998 r. zniósło wymóg uzyskiwania zgody NBP na zagraniczne emisje denominowane w polskiej walucie. W konsekwencji od 1999 r. możliwe stały się rozliczenia emisji bezpośrednio w złotych. Ponadto, dwie globalne izby clearingowe, tj. Clearstream i Euroclear, w połowie 1999 r. wprowadziły złotego jako kolejną walutę rozliczeniową i odtąd nie zachodzi potrzeba konwersji złotego na inne waluty w celu rozliczenia transakcji na eurorynkach. Powstał eurorynek złotych papierów dłużnych.

Oprócz poprawy ogólnego klimatu inwestycyjnego wokół Polski, dla rozwoju rynku euroobligacji złotych (obligacji eurozłotowych) duże znaczenie miał roz-

wój rynku walutowych transakcji *swap* dla złotego. Umożliwiło to zawieranie transakcji pomiędzy inwestorem zainteresowanym wysokim oprocentowaniem złotowej obligacji w zamian za podjęcie ryzyka kursowego, z jednej strony, a inwestorem szukającym symetrycznie odwrotnych możliwości, z drugiej. Dzięki temu krajowi pożyczkobiorcy uzyskali, za pośrednictwem udzielających swego imienia i ratingu renomowanych zagranicznych instytucji finansowych, dostęp do międzynarodowych rynków finansowych. Zagraniczny bank zarabia na różnicy pomiędzy swoim wysokim ratingiem swoich obligacji a niskim ratingiem obligacji polskiego pożyczkobiorcy. Od lat polscy emitenci długu (w tym Skarb Państwa) mają niższą ocenę ratingową niż renomowane zachodnie banki, emitujące obligacje złotowe. A skoro papiery o zbyt niskim, nieinwestycyjnym ratingu (tj. poniżej „A-”) nie mogą być nabywane przez wielu zachodnich inwestorów instytucjonalnych (ze względu na ostrożnościowe limity inwestycyjne), dług jest emitowany przez firmy z ratingiem inwestycyjnym. Stosunkowo małe ryzyko niewypłacalności Polski ponosi zagraniczny emitent, za odpowiednim wynagrodzeniem wliczonym w cenę obligacji.

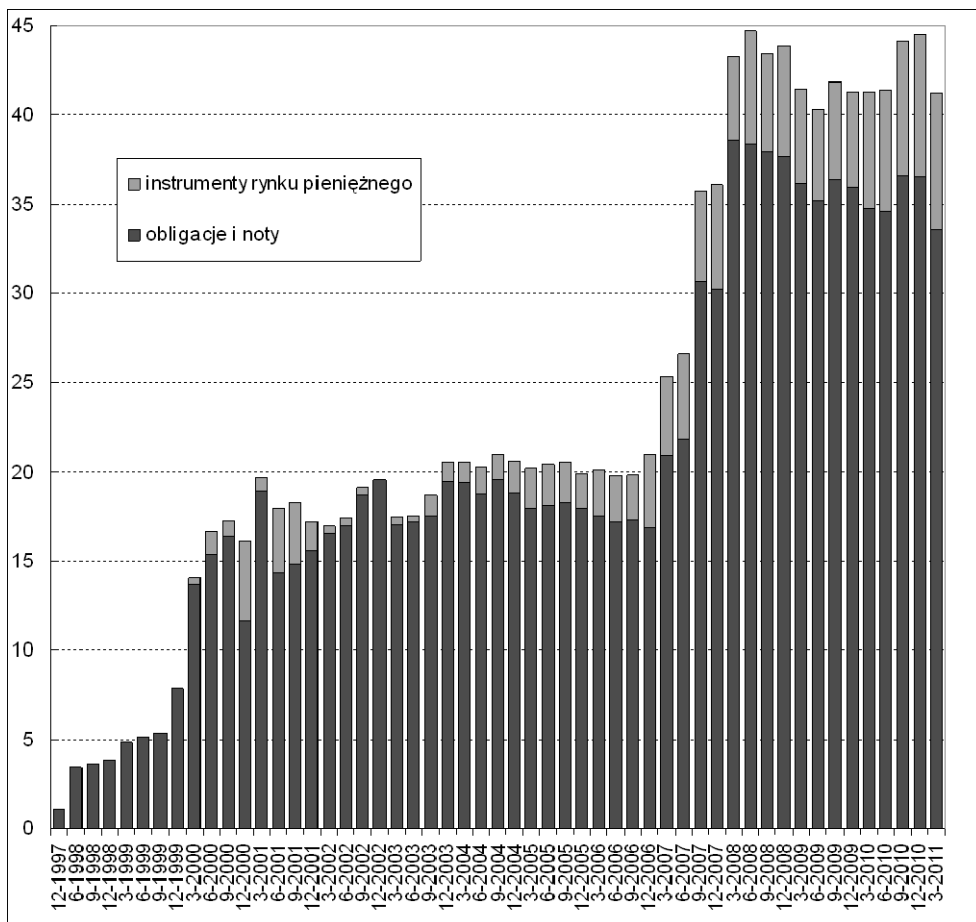
Emisje otworzyły zachodnim inwestorom dostęp do rynków rozwijających się, jednocześnie zwiększając płynność tych ostatnich. Dostęp ten był w latach 90. ograniczony, również z powodów pozaratingowych, np. ze względu na polskie przepisy dewizowe. Argument ten, w połączeniu z chęcią przeniesienia na inwestorów ryzyka walutowego i w konsekwencji zwiększenia zainteresowania lokalnym rynkiem był jednym z głównych powodów emisji przeprowadzanych przez organizacje ponadnarodowe (*supranationals*), takie jak: Bank Światowy, EBOiR czy EBI.

Celem emisji euroobligacji złotych jest jednak przede wszystkim chęć pozyskania kapitału na inwestycje, niekoniecznie zresztą w Polsce. Choć pozornie nie wydaje się to opłacalne, nierzadko za pozyskane złote nabywane są w ramach transakcji *swap*owych inne waluty. Strategia pożyczania złotych i zamieniania ich na „twardsze” waluty mogła nie wydawać się zbyt opłacalną w ostatnich latach, ze względu na znaczną skalę aprecjacji złotego do euro i dolara oraz relatywnie wysokie stopy procentowe dla pożyczek złotych. Emitenci zabezpieczali jednak swoje pozycje transakcjami *swap*owymi, a jednocześnie odpożyczali pozyskane środki inwestorom niefinansowym.

Pozyskując środki bezpośrednio na inwestycje w Polsce, banki odpożyczają uzyskane z emisji złote zainteresowanym inwestorom. Eurorynki oferują bardziej korzystne warunki pozyskania kapitału, głównie ze względu na swój hurtowy charakter (większe rozmiary, niższe marże, większą płynność) i korzystniejsze traktowanie podatkowe. Euroobligacje złotowe są też alternatywą dla polskich obligacji skarbowych, umożliwiając dywersyfikację portfeli inwestorów zagranicznych.

W całym procesie pozyskiwania złotego na eurorynku stratne pozostaje polskie Ministerstwo Finansów, jako emitent i poborca podatkowy. Również NBP traci kontrolę nad pewną ilością polskiego pieniądza, kreowanego poza Polską. Przeniesienie części złotowego rynku finansowego poza granice kraju jest jedną z niewielu negatywnych konsekwencji rozwoju rynku euroobligacji złotych.

Eurorynek złotowego długu narodził się w 1996 r. i rósł aż do wybuchu globalnego kryzysu finansowego. Początkowo wielkość poszczególnych emisji była niewielka, by dynamicznie wzrosnąć w I dekadzie XXI w. O ile jeszcze w 1998 r. dominowały emisje o wartości kilkudziesięciu milionów złotych, o tyle 2 lata później już prawie połowę stanowiły emisje przekraczające 100 mln zł.



Rys. 1. Wartość eurorynku złotych papierów dłużnych (w mld zł)

Źródło: opracowanie własne na podstawie kwartalnych statystyk Banku Rozliczeń Międzynarodowych [www.bis.org]. Dane przeliczone z USD na PLN według oficjalnych kursów NBP z końca każdego kwartału.

Według Banku Rozliczeń Międzynarodowych [www.bis.org] rynek rozwijał się szczególnie dynamicznie od końca 2006 r. do połowy 2008 r.: gdy jego wartość uległa potrojeniu, z 7 do 21 mld USD (w ujęciu złotowym przyrost wyniósł „tylko” 213%:

z 21 do 45 mld zł). Późniejsze załamanie rynku w trakcie globalnego kryzysu finansowego zmniejszyło rozmiary segmentu od szczytowego poziomu w połowie 2008 r. (21,1 mld USD) o 42%, do 12,2 mld USD w połowie 2010 r., ale w ujęciu złotowym spadek wyniósł zaledwie 7% (do 41,4 mld zł). Działalność emisyjna przedsiębiorstw od końca 2008 praktycznie zamarła, by odrodzić się dopiero w II połowie 2010 r.<sup>1</sup> Ewolucję rynku obrazuje rys. 1. Na zdominowanym przez główne waluty eurorynku długu, polski złoty zajmuje 16. pozycję wśród walut, w jakich denominowane są emisje. Pozyskane w emisjach złote stanowią jednak zaledwie 0,05% wartego w końcu 2010 r. 27,7 bln USD eurorynku papierów dłużnych, ustępując nieznacznie m.in. rosyjskiemu rublowi i czeskiej koronie.

Rozwój rynku złotych euroobligacji jest dosyć mocno skorelowany z umacnianiem złotego wobec dolara i euro, co było najwyraźniej i najmocniej odczuwalne w okresie 2006-2008<sup>2</sup>. Międzynarodowi arbitrażyści i spekulanci wręcz kupowali wówczas coraz mocniejszą polską walutę, aby zainwestować ją w wysokodochodowe obligacje złote.

### 3. Pierwsi emitenci złotych euroobligacji i innych papierów dłużnych

Pionierem emisji zagranicznych obligacji złotych była International Finance Corporation (IFC), wspierająca sektor prywatny w rozwijających się krajach agenda Banku Światowego. W ramach globalnego programu emisji not średnioterminowych (Global Medium Term Note) przeprowadził, za pośrednictwem banku JP Morgan, kilka emisji 2-letnich euroobligacji złotych. Pierwsza emisja opiewała na 100 mln zł i doszła do skutku w lutym 1996 r., następne emisje zerokuponowe o podobnych wartościach – w kolejnych latach. Większość papierów adresowana była do niemieckich inwestorów instytucjonalnych. Sukces emisji pokazał zaufanie do polskiej waluty, mimo międzynarodowego kryzysu finansowego końca lat 90. Wpły-

---

<sup>1</sup> Źródło: Bank Rozliczeń Międzynarodowych: „BIS Quarterly Review, June 2011” [www.bis.org]. W III kwartale 2010 r. nastąpił gwałtowny przyrost wartości eurorynku złotych papierów dłużnych. W porównaniu do II kwartału 2010 r. wartość rynku wzrosła o prawie 25% (w USD), co w większości (w ok. 70%) było konsekwencją (ale po części i przyczyną) osłabienia kursu USD/PLN, czyli ogólnego trendu umocnienia złotego wobec głównych walut. W IV kwartale 2010 r. rynek utrzymał się na poziomie z poprzedniego kwartału, jednak już w I kwartale 2011 r. nastąpił regres.

<sup>2</sup> Według obliczeń autora korelacja między kwartalnymi wartościami eurorynku złotych papierów dłużnych (w ujęciu złotowym) a ewolucją oficjalnego kursu USD/PLN (według NBP) wyniosła w latach 1997-2010 -0,67. Umocnianie kursu złotego wobec dolara USA wpływało zatem względnie silnie na wzrost wartości rynku obligacji złotych. Korelacja była silna w latach 2001-2008 (do momentu wybuchu kryzysu we wrześniu 2008 r.), gdy sięgała -0,84, a najsilniejsza w okresie najdynamiczniejszego wzrostu rynku, w okresie 2006 – poł. 2008: aż -0,97. W czasie kryzysu finansowego (09.2008–06.2010) korelacja była słabsza: -0,49. Odwrotna zależność występowała jedynie w pierwszych latach dynamicznego rozwoju rynku (1998-2000), gdy korelacja wynosiła +0,84, czyli rynek szybko rósł wraz z osłabianiem polskiej waluty, ale był to rynek kilkakrotnie mniejszy niż obecnie.

wy z emisji były konwertowane na USD według płynnego kursu i przeznaczone na finansowanie inwestycji Korporacji.

Równolegle, w styczniu 1996 r. emisję rocznych obligacji dolarowych, ale indeksowanych do PLN przeprowadził EBOiR, a miesiąc później także brytyjski Midland Bank. Emisje były nieduże: 40 i 25 mln USD, ale oprocentowanie wyrażone w PLN było wysokie, choć rynkowe, odpowiednio: 20,5% i 20%.

W pierwszych latach istnienia eurorynku złote emitowane za granicą obligacje złote miały najczęściej charakter 1-2-letnich obligacji średnioterminowych, choć zdarzały się też obligacje długoterminowe. Duża część emisji przypadła na przedsięwzięcia agend Banku Światowego (IFC, IBRD), EBOiR i EBI<sup>3</sup>. Bank Światowy zdobył nawet w latach 1998-1999 międzynarodowe nagrody „Euroweek Magazine” za emisje obligacji w walucie polskiej. W listopadzie 1999 r. Bank przeprowadził pierwszą emisję (0,6 mld zł) w tzw. formie not globalnych (Globalne MTN), dzięki czemu papiery trafiły do dużego grona inwestorów amerykańskich i europejskich. Natomiast w styczniu 2001 r. IBRD wyemitował 10-letnie noty globalne o wartości 1 mld zł. W późniejszych latach przedsięwzięcia te były ponawiane.

W ślady instytucji ponadnarodowych poszły podmioty komercyjne, początkowo głównie banki niemieckie. Inwestowały one w polskie papiery skarbowe lub pożyczły środki polskim bankom, a następnie przenosiły ryzyko walutowe na inwestora, sprzedając mu swoje własne euroobligacje nominowane w PLN. Banki te legitymują się zazwyczaj wyższym ratingiem od państwa polskiego (AAA wobec wówczas BBB), mogły zatem zaoferować inwestorom nieco niższe rentowności od papierów polskich, dostarczając papiery o mniejszym ryzyku kredytowym [Gleinert 2001]. To swoista monetyzacja dyferencjału ratingowego.

Złote papiery są emitowane i sprzedawane również poza Europą: w Ameryce Płn. i w Azji. Przykładem są 7-letnie euronoty szwedzkiej agencji rządowej Kommuninvest, sprzedawane w 2004 r. japońskim inwestorom indywidualnym. Sukcesowi niewielkiej emisji (30 mln zł) sprzyjał pozytywny klimat związany z ówczesną akcesją Polski do UE. Papiery te to przykład popularnych w kilku poprzedzających obecny kryzys latach tzw. *Uridashi bonds*, czyli obligacji emitowanych poza Japonią, w bardziej dochodowej niż jen walucie (czyli w złotym), a sprzedawanych japońskim gospodarstwom domowym. Przez lata tego typu papiery umożliwiały uzyskanie wyższych rentowności, dzięki stosowaniu popularnej na niektórych rynkach

---

<sup>3</sup> Niezależnie od swoich emisji złotych na eurorynkach, EBI przeprowadził w końcu 2001 r. emisję pierwszych na rynku polskim obligacji zagranicznych, w ramach wieloletniego programu o łącznej wartości nominalnej 3 mld zł. Pierwszą transzę 10-letnich (wykup 15.12.2011 r.) obligacji zerokuponowych, o wartości nominalnej 0,2 mld zł, objął Bank Handlowy, który następnie uplasował je na GPW. Obecność na polskim rynku najbezpieczniejszych obligacji (rating AAA) nie przyczyniła się jednak do zdynamizowania obrotu giełdowego papierami korporacyjnymi w Polsce. Emitent zyskał natomiast środki na dalsze inwestycje w Polsce. Papiery EBI kupił początkowo jedynie PZU, a później też banki. Bardziej atrakcyjne dla inwestorów pozostają polskie obligacje skarbowe, bardziej dochodowe i płynne.

(głównie właśnie japońskim) strategii inwestycyjnej typu *carry trade*. Dochodowość papierów (kupon 5,7%) była wyższa niż papierów jenowych, a renomowany emitent (szwedzka agencja rządowa) uwiarygodniał przedsięwzięcie. Inwestorzy japońscy są bardzo ostrożni, stąd marka emitenta miała duże znaczenie. Emisja szwedzkiego podmiotu nieprzypadkowo przeprowadzona została niemal równolegle (w marcu 2004 r.) z pierwszą emisją na rynku japońskim tzw. obligacji samurajskich (w jeniech) przez polskie Ministerstwo Finansów.

#### 4. Specyfika eurorynku złotych papierów dłużnych

Większość spośród ok. 230 serii złotych papierów dłużnych notowanych na eurorynkach w ostatnich latach była emitowana w formie tzw. euronot średnioterminowych (*Euro-Medium Term Note*, EMTN). Dzięki tej formule w ramach jednego programu emisyjnego możliwe jest szybkie uplasowanie nawet niewielkich, zróżnicowanych transz, o różnym, zazwyczaj średnioterminowym horyzoncie czasowym. Jest to dużo bardziej efektywny instrument finansowy niż klasyczna euroobligacja.

Papiery emitowane przez duże banki komercyjne, zwłaszcza niemieckie, zazwyczaj posiadają stały kupon odsetkowy, a papiery spółek lub banków inwestycyjne posiadają zazwyczaj zmienny kupon odsetkowy, opierający się na trzy- lub sześciomiesięcznej stawce Wibor, skorygowanej o marżę. To tzw. *floating rate notes* (FRN).

Większe emisje obligacji złotych są rejestrowane na giełdach papierów wartościowych (Luksemburg, Dublin, Londyn), jednak obrót wtórny odbywa się niemal wyłącznie na rynku międzybankowym.

W przypadku papierów strukturyzowanych dochodowość opiera się na popularnych, także „polskich” aktywach, np.: warszawskim indeksie WIG20 lub wiedeńskim CECE. Wybierane są też indeksy innych giełd rynków wschodzących: szanghajskej (HSCE) i moskiewskiej (RDX), lub kursy akcji największych spółek notowanych na tych giełdach, np.: rosyjskiego potentata surowcowego Gazprom czy największego chińskiego banku ICBC. Coraz popularniejsze są też emisje oparte na cenie surowców, koszykach akcji albo kursach innych walut.

W zagranicznych emisjach złotych produktów strukturyzowanych celują londyńskie oddziały Citibanku i Deutsche Banku, emitujące niewielkie transze, głównie dla klientów swoich polskich filii, odpowiednio: Banku Handlowego i Deutsche Bank Polska. Do wybuchu kryzysu bardzo aktywne były również Merrill Lynch, a także londyński Barclays. Papiery dłużne emitowane przez banki inwestycyjne to głównie niewielkie emisje papierów strukturyzowanych, adresowanych do instytucjonalnych (OFE) i zamożnych prywatnych inwestorów. Część tego typu papierów trafiła w ostatnich latach do wtórnego obrotu na warszawską giełdę [Plókarz 2009a]. Większość polskich banków raczej niechętnie oferuje (zwłaszcza klientom detalicznym) zagraniczne produkty strukturyzowane denominowane w PLN, preferując konstruowanie własnych produktów strukturyzowanych, na podstawie pol-

skiego prawa, a jedynie kupując za granicą opcje i „zaszywając” w produkcji bardzo wysokie marże.

**Tabela 1.** Emitenci euroobligacji złotych w końcu 2008 r.

Kraj emisji	Emitenci (liczba emisji)
Australia	Commercial Bank of Australia (2)
Austria	Bank Austria (1), Erste Bank (1), Pfand Ost L-Hypo (1), Raiffeisen Zentralbank (2)
Finlandia	HSH N Finance (1), Muni Finance Plc (2), Nordic Investment Bank (1)
Francja	AXA SA (1), Caisse Centrale Immobilière (2), Caixa General Depo (1)
Holandia	ABN Amro Bank N.V. (2), Leaseplan Corp. (1), Lehman Bros. (2), National Investor Bank (1), NIB Capital Bank (1), SNS Bank (9), Turanalem Finance BV (1)
Irlandia	Amethyst Finance (2), Arcade Finance (1), Art BV (1), Beech Structured Finance (2), Brookfields (2), Cloverie 2005-40 (1), Depfa Bank Plc. (3), Eirles One 19 (1), Eirles Three 28 (1), Eperon (2), Espaccio Sec. (2), Fairport Cap. Inv. (2), Greenstreet (2), Hypo Public Finance (1), Intesa Bank IE (1), Irish Life & Per. (1), JP Morgan Structured (1), KBC IFIMA BV (2), Nimrod Capital (2), Opal Financial (2), Profile Finance (2), Recolte Securities (2), Silverstate Finance (2), Unicredito Italiano (1), Vespucci Structured (2), Vigado Capital (2), Voyce Investment (2), Waterford Capital (2), Waves Financial (2)
Islandia	Landsbanki Island (1)
Kanada	Export Development Canada (1)
Luksemburg	Allegro Investment Corp. (3), Fortis Lux Finance (1), LB RHN-Pfalz Int'l (1), Merrill Lynch Luxembourg (10)
Niemcy	Aareal Bank (2), Bayerische Landesbank (1), Commerzbank (1), Deutsche Bank AG (12), Deutsche Bank London (9), Deutsche Bank Singapur (3), Dresdner Bank AG (2), HSH NordBank AG (1), KfW (1), Landesbank Hessen (5), Landesbank Baden-Württemberg (3), Landesbank Rheinland-Pfalz (2), L-Bank Förderbank (1), Norddeutsche LB (1), NordRhein West (1), NRW Bank (1), Rentenbank (2), WestLB AG (1)
Ponadnarodowe	EBOiR (1), EBI (9), IBRD (Bank Światowy, 2)
Singapur	HSBC Singapore (3)
Szwecja	Kommuninvest (1), Nordea Bank AB (2), SEB Bank (1), Swedish Export Credit (1)
USA	Citigroup (4), GE Capital Corp. (3), Merrill Lynch (17), Morgan Stanley (1)
Wielka Brytania	Barclays Bank Plc. (14), Citibank Int'l (19), HSBC Bank Plc. (1)
Włochy	Banca Popolare di Vicenza (1), Unicredito Italiano (1)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z serwisu Bloomberg.

Jak przedstawiono w tab. 1, wśród emitentów są również międzynarodowe firmy ubezpieczeniowe i leasingowe, a zwłaszcza (ok. ¼ emitentów) spółki celowe, inwe-

stujące np. w projekty deweloperskie w Polsce. Emitentami są też kraje (np. land Pfn. Nadrenii-Westfalii), miasta (Berlin) i wspierające handel zagraniczny agendy rządowe (w Kanadzie czy Szwecji).

## 5. Rynek euroobligacji złotych w trakcie kryzysu finansowego 2008-2010

U zarania obecnego kryzysu finansowego rynek euroobligacji złotych osiągnął apogeum swojego rozwoju. W połowie 2008 r. wartość wyemitowanych euroobligacji złotych sięgnęła 44,7 mld zł i był to historyczny szczyt, ponownie osiągnięty dopiero w II połowie 2010 r. Według serwisu Bloomberg w październiku 2008 r. na rynku dostępnych było 228 serii różnych papierów dłużnych, wyemitowanych poza Polską, ale w złotych. Emitentami było 86 podmiotów z 15 państw i 3 instytucje ponadnarodowe. Większość emitentów zarejestrowana jest w Irlandii (korzyści podatkowe) lub w Niemczech. W rzeczywistości liczba państw pochodzenia emitentów jest większa, gdyż właścicielami wielu tworzonych w celach optymalizacji podatkowej holenderskich lub irlandzkich spółek celowych (i w efekcie finalnymi pożyczkobiorcami) są podmioty z innych państw.

Kryzys finansowy miał negatywny wpływ nie tylko na notowania złotego w stosunku do głównych walut, lecz także na rynki polskich euroobligacji, tj. emitowanych przez polskie podmioty [Płókarz 2009b] i euroobligacji złotych, emitowanych przez podmioty zagraniczne. Rynek pierwotny długu, nie tylko polskiego, praktycznie zamarł na kilka kwartałów. W szczycie kryzysu, jesienią 2008 r., dochodziło do paradoksalnych sytuacji, gdy rentowności euroobligacji złotych Europejskiego Banku Inwestycyjnego czy General Electric (z najwyższymi ratingami AAA) w efekcie głębokich spadków cen poszybowały do ponad 10%, czyli poziomów wyższych niż teoretycznie poziom mniej bezpiecznych polskich obligacji skarbowych (rating A-). Byłaby to nie lada okazja dla arbitrażystów i spekulantów, gdyby nie to, że jednocześnie dramatycznie spadła w tym okresie płynność większości papierów na rynku wtórnym i wzrosły spready *bid/offer*. Nierzadko trudno było znaleźć drugą stronę transakcji na rynku międzybankowym. Obrót innymi podobnymi papierami, nawet wyemitowanymi przez renomowane niemieckie banki regionalne i hipoteczne, zamarł na wiele miesięcy. Pewna normalizacja nastąpiła dopiero wiosną 2009 r., ale duża niepewność utrzymująca się na rynkach finansowych w 2010 r. nie pomagała polskiej walucie. Dopiero w II połowie 2010 r. sytuacja się poprawiła.

W konsekwencji kryzysu kilku emitentów złotych papierów utraciło wypłacalność, czyli ogłosiło tzw. *default*, np.: Lehman Brothers czy kazachski bank TuranAlem, który w 2009 r. ogłosił *default* swoich złotych obligacji i obecnie jest restrukturyzowany. W obu przypadkach papiery straciły na wartości po kilkadziesiąt procent, zyskując status obligacji „śmieciowych”. Wiele innych renomowanych banków także popadło w duże kłopoty i zostały uratowane dzięki zmasowanej pomocy publicznej i dokapitalizowaniu (Citigroup, UniCredito, Depfa Bank) lub wręcz częściowej nacjonalizacji (Landsbanki, Fortis).



**Tabela 2.** Charakterystyki wybranych emisji złotych euroobligacji na początku globalnego kryzysu finansowego (stan w końcu 2008 r.).

Nazwa emitenta	Typ emitenta	Siedziba emitenta	Ogłoszenie emisji	Data wykupu	Kupon odsetkowy	Wartość emisji (mln zł)	Rating S&P
1	2	3	4	5	6	7	8
Aareal Bank	bank hipoteczny	Niemcy	12.03.2002	26.03.2010	8,5%	200	A-
Allegro Inv.Corp.	spółka celowa*	Luksemburg	23.01.2008	07.02.2011	0%	11	-
AXA SA	ubezpieczyciel	Francja	21.03.2002	05.04.2012	Zmienny**	70	A+
Banca P. Vincenza	bank komercyjny	Włochy	06.09.2005	14.09.2010	4,6%	100	A-
Bayerische Landesbank	bank regionalny	Niemcy	22.03.2000	31.03.2010	10%	260	AAA
Caisse Centrale Credit Immob.	instytucja finansowa	Francja	10.08.2004	10.08.2009	Wibor6M + 90,5 pb	50	A+
Citibank International	bank komercyjny	Wlk. Brytania	28.02.2008	15.03.2013	obligacja zamienna***	6	AA
Citibank NA	bank komercyjny	USA	15.03.2002	18.03.2012	Euribor3M	70	AA
Deutsche Bank AG	bank komercyjny	Niemcy	13.02.2001	23.02.2011	0%	300	AA-
EIB	bank ponadnarodowy	Ponadnarodowa	20.01.2004	18.02.2009	6,25%	800	AAA
Eperon Finance PLC	spółka celowa	Irlandia	21.09.2006	23.03.2015	Wibor6M-15 pb	400	-
Espaccio Securities PLC	spółka celowa	Irlandia	21.09.2006	23.03.2015	Wibor6M-15 pb	200	-
Export Development Canada	agencja rządowa	Kanada	17.01.2008	25.03.2009	Wibor3M-35 bp	100	AAA
GE Capital Corp.	instytucja finansowa	USA	24.02.2005	09.03.2010	5%	500	AAA
Greenstreet Structured	spółka celowa	Irlandia	21.09.2006	23.03.2015	Wibor6M-15 pb	200	-
HSBC	bank komercyjny	Singapur	17.01.2006	24.01.2026	7,254%	30	-
IBRD	bank ponadnarodowy	Ponadnarodowa	24.01.2001	08.02.2011	10,625%	1000	AAA
Kommuninvest I Sverige	agencja rządowa	Szwecja	18.03.2004	28.04.2011	5,7%	35	-
Landesbank Hessen-Tueringen	bank regionalny	Niemcy	21.03.2000	06.04.2010	10,25%	125	AA
LRP LB Rheinland-Pfalz	bank regionalny	Niemcy	25.05.2000	07.06.2010	12%	250	AA+
		Luksemburg	07.11.2002	22.11.2012	5,5%	200	AA+
Leaseplan Corp. NV	spółka leasingowa	Holandia	29.11.2005	12.06.2010	0%	20	A

Tabela 2, cd.

1	2	3	4	5	6	7	8
Lehman Brothers TSY	bank inwestycyjny	Holandia	12.10.2006	12.10.2010	0% (struktur.)	3,56	–
Merrill Lynch	bank inwestycyjny	USA	15.02.2007	26.02.2014	Wibor 3M+ 17 bps	100	A
Morgan Stanley	bank inwestycyjny	USA	09.10.2007	16.10.2012	Wibor 3M+ 50 bps	140	A+
Nimrod Capital	spółka celowa	Irlandia	21.09.2006	23.03.2015	Wibor 6M – 15 bps	200	–
Norddeutsche Landesbank	bank regionalny	Niemcy	09.10.2003	28.10.2013	5,75%	300	–
Land Nordrhein-Westfalen	kraj związkowy	Niemcy	20.02.2004	11.03.2009	6%	390	AA–
Opal Financial Products	spółka celowa	Irlandia	21.09.2006	23.03.2015	Wibor 6M – 15 bps	200	–
Recolte Securities Plc.	spółka celowa	Irlandia	21.09.2006	23.03.2015	Wibor 6M – 15 bps	200	–
Landwirtschaftliche Rentenbank	bank specjalistyczny	Niemcy	02.02.2005	18.02.2010	5,75%	100	AAA
SNS Bank	bank komercyjny	Holandia	21.08.2002	30.08.2012	Wibor 6M – 85 bps → Euribor 6m	20	–
Swedish Export Credit Corp.	exim bank	Szwecja	04.01.2008	31.03.2009	Wibor 3M – 36 bps	200	AA+
Turanalem Finance BV	bank komercyjny	Holandia / Kazachstan	24.03.2006	31.03.2011	6,3%	200	BB
Unicredit Bank Austria AG	bank komercyjny	Austria	24.01.2001	07.02.2011	11%	200	AA+
UniCredit SpA.	bank komercyjny	Włochy	25.09.2007	09.10.2012	Wibor 3M + 22 bps	65	–
Vigano Capital	spółka inwestycyjna	Irlandia	21.09.2006	23.03.2015	Wibor 6M – 15 bps	100	–
Waterford Capital Inv.	spółka celowa	Irlandia	21.09.2006	23.03.2015	Wibor 6M – 15 bps	200	–

\* Sprzedawane m.in. w Hongkongu emisje złotowe Allegro zostały zabezpieczone swapami z bankami. Cena wykupu uzależniona jest od notowań akcji rosyjskiego Gazpromu.

\*\* Kupon bazuje na dochodowości 5-letnich swapów stopy procentowej dla PLN, tzw. CMS (*Constant Maturity Swap*), powiększonych o marżę, zmienną w poszczególnych rocznych podokresach (w pierwszym roku: 110 pb).

\*\*\* Tzw. obligacje odwrotnie zamienne (*reverse convertible*), zamienialne automatycznie (*autocallable*) na określonych warunkach, aż do dnia wykupu, na koszyk akcji wchodzących w skład indeksu rosyjskich akcji RDX, w sytuacji osiągnięcia przez te akcje określonego poziomu cenowego.

Źródło: opracowanie własne na podstawie informacji z serwisu Bloomberg.

## 6. Zakończenie

Dynamicznie rozwijający się od kilkunastu lat eurorynek złotych papierów dłużnych jest barwnym, choć z polskiej perspektywy nieco ignorowanym segmentem rynku globalnego. Kilkuset, w większości renomowanych, emitentów, różnorodna konstrukcja produktowa, szeroka baza inwestorska, a zwłaszcza atrakcyjna waluta emisji sprawiły, że złote euroobligacje są interesującą alternatywą inwestycyjną.

Po przerwie spowodowanej globalnym kryzysem eurorynek złotych papierów odrodził się w II połowie 2010 r. Można się spodziewać, że podobnie jak w latach 2006-2008, gdy rynek dynamicznie rósł w parze z umacnianiem się złotego do głównych walut i rosnącym popytem na inwestycje w polskie aktywa, trend ten będzie kontynuowany, po oczekiwanym zakończeniu rozpoczętych w 2010 r. turbulencji na rynkach długu państw zachodnioeuropejskich.

Zagraniczne obligacje złote są już od kilku lat dostępne również na polskim rynku kapitałowym, również na GPW. Pewne nadzieje na zwiększenie aktywności zagranicznych emitentów można wiązać z planowaną nowelizacją ustawy o obligacjach, przygotowywaną w 2011 r. przez Ministerstwo Finansów. Jednym z jej elementów ma być umożliwienie przeprowadzania emisji na polskim rynku zagranicznym podmiotom, co dotąd budziło wątpliwości natury prawnej [*Obligatariusze będą...* 2011]. Powinno to pozwolić na większą popularyzację euroobligacji złotych wśród polskich inwestorów, a jednocześnie silniej zintegrować dosyć słaby lokalny rynek korporacyjnych instrumentów dłużnych z rozwiniętymi rynkami globalnymi.

## Literatura

- Bloomberg Finance Plc., finansowy serwis transakcyjny [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com).  
Gleinert R., *Rynek euroobligacji złotówkowych*. „Rynek Terminowy” 2001, nr 3.  
*Obligatariusze będą mieli własne walne zgromadzenia*, „Gazeta Giełdy – Parkiet” 2011, nr 1 z 3.01.2011.  
Piórkarz R., *Instrumenty strukturyzowane notowane na GPW, bazujące na polskich indeksach akcji*, „Roczniki Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Toruniu” nr 7 (7) 2008, Toruń 2009a, s. 135-151.  
Piórkarz R., *Rynek polskich euroobligacji w warunkach kryzysu finansowego*, [w:] M. Kalinowski (red.), *Rynki finansowe w warunkach kryzysu*, CeDeWu, Warszawa 2009b, s. 137-152.

## Źródła internetowe

- [www.bis.org](http://www.bis.org) – kwartalne statystyki Banku Rozliczeń Międzynarodowych („BIS Quarterly Review”).  
[www.gpw.pl](http://www.gpw.pl) – statystyki Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.  
[www.mf.gov.pl](http://www.mf.gov.pl) – statystyki Ministerstwa Finansów RP.

## **EUROMARKETS FOR PLN-DENOMINATED FIXED INCOME SECURITIES AS AN ALTERNATIVE FOR FINANCING OF INTERNATIONAL CORPORATIONS**

**Summary:** The article describes the background and rationale for the dynamic development of the Euromarket for Polish zloty denominated fixed income securities, during the last 15 years. More than 200 issuers of highly diversified instruments raise debt capital denominated in Polish currency for speculation, arbitrage or direct investments purposes in Poland. Investors come from the main financial centres, from Western countries, and also from Poland, as well as from Far East countries. Despite global financial crisis that restrained the rapid development of this segment, it has been resurging since the mid-2010, with the outstanding of PLN 45 billion.