

Emisja obligacji jako metoda finansowania rozwoju przedsiębiorstw z sektora energetycznego

Małgorzata Frańczuk*

Streszczenie: *Cel* – Celem artykułu jest analiza i opis programów emisji obligacji korporacyjnych jako jednego ze sposobów pozyskania kapitału z obcych źródeł przez spółki z sektora energetycznego, które muszą zmierzyć się w najbliższych latach z kapitałochłonnymi inwestycjami w związku ze zmianą polityki energetycznej kraju, dostosowaną do regulacji Unii Europejskiej.

Metodologia badania – W artykule dokonano analizy i opisu efektów analizy sprawozdań finansowych za lata 2009–2012, sprawozdań na koniec września 2013 roku oraz bieżących raportów czterech grup kapitałowych funkcjonujących w polskim sektorze energetycznym, których akcje notowane są na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Wynik – Na bazie zaprezentowanych emisji obligacji stwierdzono, iż analizowane przedsiębiorstwa z sektora energetycznego powszechnie stosują taką metodę finansowania charakterystycznych dla nich kapitałochłonnych inwestycji. Powodzenie emisji obligacji pozwala wysnuć wniosek, iż inwestorzy mają zaufanie do spółek z tego sektora, co pozwala na stworzenie alternatywy np. dla kredytu bankowego.

Oryginalność/wartość – W artykule poruszono istotną i aktualną kwestię finansowania rozwoju spółek branży energetycznej w sytuacji dużego zapotrzebowania na kapitał. Jedną z form finansowania jest emisja obligacji.

Słowa kluczowe: obligacje korporacyjne, finansowanie inwestycji, sektor energetyczny

Wprowadzenie

Sektor energetyczny należy do strategicznych sektorów polskiej gospodarki, gdyż w dużej mierze stanowi o jej rozwoju. Obecnie musi on sprostać poważnym wyzwaniom stawianym przez Unię Europejską, które zawarto w strategii „Energia 2020”. Istnieje potrzeba zapewnienia bezpieczeństwa i pewności dostaw energii w celu zachowania konkurencyjności gospodarczej Unii Europejskiej, co ma w konsekwencji doprowadzić do jej rozwoju. Do osiągnięcia celu potrzebne są ogromne nakłady finansowe na dywersyfikację źródeł wytwarzania energii, budowę nowych bloków energetycznych, modernizację istniejących urządzeń. Niezbędne są także działania w kierunku redukcji emisji gazów cieplarnianych związanych z wytwarzaniem energii, które stanowią niemal 80% emisji gazów cieplarnianych w całej Unii Europejskiej, co powoduje zanieczyszczenie powietrza i zmiany klimatyczne. Jak wskazano w strategii „Energia 2020”, do realizacji opisywanych zamierzeń w latach

* mgr Małgorzata Frańczuk, Politechnika Lubelska, Katedra Finansów i Rachunkowości, ul. Nadbystrzycka 38D, 20-618 Lublin, e-mail: malgorzata.franczuk@wp.pl.

2010–2020 potrzeba nakładów inwestycyjnych rzędu 1 bln euro, z czego na wytwarzanie energii zostanie przeznaczony około 500 mld euro (*Energy* 2020).

Inwestycje w energetyce można określić jako specyficzne. Z jednej strony są konieczne dla zabezpieczenia potrzeb energetycznych kraju i jego rozwoju, ale jednocześnie wszelkie regulacje w tym zakresie muszą minimalizować koszty społeczne, np. wysokość cen energii, wpływ na środowisko naturalne (Janik 2013: 14). Ponadto inwestycje te są niezwykle kosztowne, nakłady trzeba ponosić przez wiele lat, a efekt może być różny (Paska 2007: 75). Stąd ostrożne podejście instytucji finansowych do kredytowania tego typu przedsięwzięć.

W obliczu konieczności dostosowania się Polski do unijnych regulacji w zakresie polityki energetycznej, mając świadomość potrzeby ogromnych nakładów na inwestycje odtworzeniowe w energetyce, gdzie stopień umorzenia środków trwałych kształtuje się w przedziale od ponad 65% do 80% (zob. tab. 1), oraz biorąc pod uwagę zwiększoną ostrożność ze strony instytucji finansowych do finansowania inwestycji energetycznych, powstała zwiększona potrzeba poszukiwania przez spółki z tego sektora zdywersyfikowanych źródeł finansowania swoich działalności. Jednym z takich źródeł jest emisja obligacji.

Tabela 1

Stopień umorzenia środków trwałych w energetyce (%)

Wyszczególnienie	Stopień umorzenia
Przesył	71
Dystrybucja	70–80
Elektrownie systemowe	65–75
Elektrociepłownie	65

Źródło: opracowanie własne na podstawie (Kleiber i in.: 4).

Według szacunków dokonanych przez agencję ratingową Fitch, wartość obligacji korporacyjnych wyemitowanych przez polskie przedsiębiorstwa na rynku krajowym w 2014 roku przekroczy 20 mld zł, z czego połowę tej kwoty będą stanowiły obligacje wyemitowane przez spółki z sektora energetycznego. Obligacje będą skierowane zarówno do inwestorów krajowych, jaki i zagranicznych (Wieczerek-Krusińska 2014).

Celem artykułu jest analiza i opis programów emisji obligacji korporacyjnych jako jednego ze sposobów pozyskania kapitału z obcych źródeł przez spółki z sektora energetycznego, które muszą zmierzyć się w najbliższych latach z kapitałochłonnymi inwestycjami. Analizie poddano sprawozdania finansowe za lata 2009–2012 oraz dostępne sprawozdania na koniec września 2013 roku czterech największych grup kapitałowych funkcjonujących w polskim sektorze energetycznym, których akcje notowane są na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Dokonano analizy również opublikowanych raportów bieżących spółek, jak również dostępnej literatury przedmiotu.

1. Obligacje korporacyjne jako obce źródło finansowania przedsiębiorstw

Jedną z możliwych form pozyskania kapitału z obcych źródeł przez przedsiębiorstwa jest emisja obligacji. Zasady funkcjonowania obligacji w Polsce reguluje Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 roku o obligacjach oraz jej nowelizacje – ostatnia z 5 kwietnia 2011 roku. Zgodnie z ustawą obligację określa się jako „papier wartościowy emitowany w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji (obligatariusza) i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia” (Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r..., art. 4, ust. 1). Stąd obligacje klasyfikowane są do instrumentów o charakterze wierzycielskim. Stanowią one instrument rynku kapitałowego, za pomocą którego emitent pożycza środki pieniężne na długi okres. Zwykle obligacje stanowią alternatywną formę finansowania rozwoju przedsiębiorstw dla kredytów bankowych. Spełnienie świadczenia przez emitenta, o którym mowa w definicji ustawowej omawianego instrumentu, może mieć charakter świadczenia pieniężnego lub niepieniężnego i musi być spełnione w określonym terminie. Przez świadczenie pieniężne rozumie się zwrot przez emitenta inwestorowi pożyczonego kapitału zgodnie z warunkami emisji. Świadczenie niepieniężne może przybrać postać np. prawa do zamiany obligacji na akcje emitenta (obligacje zamienne), prawa do udziału w przyszłych dywidendach (Dziawgo 2007: 111).

Obligacje posiadają swoje charakterystyki, typowe dla tego rodzaju instrumentu, a mianowicie:

- obligatariusz – *właściciel obligacji*,
- termin wykupu – okres od momentu emisji do zwrotu wartości nominalnej inwestorowi,
- wartość nominalna – kwota, którą emitent jest zobowiązany zapłacić obligatariuszowi w terminie wykupu,
- odsetki od obligacji (kupon) – kwota, jaką emitent zobowiązuje się wypłacać systematycznie właścicielowi obligacji w określonych przedziałach czasu (z wyjątkiem obligacji zerokuponowych).

Wśród opisywanych obligacji korporacyjnych wyróżnić można kilka rodzajów. Mogą być to obligacje imienne lub na okaziciela. Obligacje imienne wystawiane są na konkretny podmiot. Obligacje na okaziciela nie mają wskazanego podmiotu, który jest właścicielem obligacji, stąd mogą być przedmiotem handlu, gdyż nie ma ograniczeń w ich zbywalności. W rzeczywistości gospodarczej przeważają obligacje na okaziciela (Dębski 2007: 234).

Kolejnym rodzajem obligacji są obligacje odsetkowe i zerokuponowe. Obligacje odsetkowe można podzielić na obligacje o stałym lub zmiennym oprocentowaniu. Obligacje o stałym oprocentowaniu dają ich posiadaczom stały dochód, co określony czas, aż do terminu wykupu. Przy obligacjach o zmiennym oprocentowaniu dochód inwestora jest również systematycznie wypłacany, jednak jego wysokość zależy od zmienności danego parametru, na którym opiera się oprocentowanie, np. rynkowa stopa procentowa, stopa inflacji itp. Obligacje zerokuponowe (z tzw. kuponem zerowym) nie dają posiadaczowi okresowych

odsetek. Sprzedawane są one przez emitenta z tzw. dyskontem, czyli poniżej wartości nominalnej, której zwrot otrzymuje inwestor w terminie wykupu. Zarobkiem inwestora jest więc dyskonto, czyli różnica między wartością nominalną a emisyjną.

Obligacje mogą być emitowane w tradycyjnej formie – dokumentu lub przyjmować postać zdematerializowaną i wtedy stanowią zapis na rachunku papierów wartościowych. W przypadku formy zdematerializowanej podmiotami uprawnionymi do prowadzenia ewidencji są: Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych, firmy inwestycyjne oraz banki (Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r..., art. 5a, ust. 3).

Emitent może wezwać obligacje do przedterminowego wykupu, jeśli jest to zapisane w warunkach emisji. Wykup obligacji przez emitenta przed terminem zapadalności, w sytuacji malejących stóp procentowych, stwarza możliwość ponownej emisji obligacji według niższego oprocentowania.

Obligacje mogą być zabezpieczone lub niezabezpieczone. Zabezpieczenie obligacji stanowi majątek trwały przedsiębiorstwa w postaci hipoteki lub zastawu. Majątek ten powinien zostać wyceniony przez rzeczoznawcę, a wycena udostępniona do wiadomości inwestorów (Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r..., art. 10, ust. 2).

Zabezpieczenie spłaty pożyczonego przez emitenta kapitału ma na celu stworzenie poczucia bezpieczeństwa u nabywców, że uzyskają oni zwrot zainwestowanego kapitału, nawet w przypadku złej kondycji finansowej emitenta (Dębski 2007: 237). Zaufanie do emitenta może także zostać zwiększone poprzez gwarantowanie emisji przez inne instytucje, np. banki (Nikołajczuk 2007: 154–155). Zabezpieczenie obligacji często stosowane jest przez mało znanych emitentów na rynku, co ma zachęcić potencjalnych inwestorów do ulokowania kapitału.

Skuteczna emisja obligacji możliwa jest przede wszystkim przez podmioty znane, o ugruntowanej pozycji rynkowej i dobrej kondycji finansowej. Stąd tego typu przedsiębiorstwa mogą sobie pozwolić na niezabezpieczanie obligacji. Zwykle brak zabezpieczenia obligacji wiąże się z wyższym ryzykiem, dlatego inwestorzy mogą liczyć na wyższą stopę zwrotu niż w przypadku obligacji zabezpieczonych.

Emisja obligacji może nastąpić w drodze oferty prywatnej lub publicznej. Warunki przeprowadzenia oferty publicznej reguluje Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych wraz z jej nowelizacjami. O ofercie publicznej można mówić, jeśli informacje o papierach wartościowych i warunkach ich nabycia są skierowane do co najmniej 150 osób lub nieoznaczonego adresata (Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r..., art. 3, ust. 1). Oferta prywatna, z kolei, jest skierowana do mniej niż 150 osób i podlega Ustawie z dnia 29 czerwca 1995 roku o obligacjach z późniejszymi zmianami.

Przy ofercie publicznej konieczne jest sporządzenie tzw. prospektu emisyjnego – dokumentu informacyjnego, zatwierdzenie go przez Komisję Nadzoru Finansowego oraz podanie do publicznej wiadomości (Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r..., art. 7, ust. 1). Poza tym,

przeprowadzenie oferty publicznej wymaga współpracy z domem maklerskim, który przygotowuje i przeprowadzi emisję.

Pozyskanie kapitału w drodze emisji obligacji staje się coraz bardziej popularne wśród przedsiębiorstw. Wartość emisji z roku na rok rośnie. Rośnie również wartość obligacji emitowanych w kraju (zob. tab. 2).

Tabela 2

Wartość oraz dynamika polskiego rynku obligacji korporacyjnych oraz wartość i dynamika obligacji korporacyjnych emitowanych w kraju w latach 2010–2013 wraz z prognozą na 2014 rok

Wartość rynku obligacji korporacyjnych (mld zł)					Dynamika (%)			
2010 r.	2011 r.	2012 r.	2013 r.	Prognoza 2014 r.	2011/2010	2012/2011	2013/2012	Prognoza 2014/2013
12,6	17,58	24,18	31,36	37,79	140	138	130	121
Wartość obligacji korporacyjnych emitowanych w Polsce (mld zł)					Dynamika (%)			
7,66	10,1	12,75	12,67	ponad 20	132	126	99	Ponad 158

Źródło: opracowanie własne na podstawie Wieczerek-Krusińska (2014).

Z danych zamieszczonych w tabeli 2 wynika, że przewidywana wartość rynku obligacji korporacyjnych w 2014 roku wzrośnie o 21% w stosunku do roku poprzedniego do poziomu około 38 mld zł. Z tego w 2014 roku prognozuje się wzrost wartości obligacji korporacyjnych emitowanych w Polsce do poziomu ponad 20 mld zł, czyli o ponad 58% więcej w odniesieniu do roku poprzedniego.

2. Finansowanie inwestycji w drodze emisji obligacji przez największe polskie spółki energetyczne

Analizie poddano sprawozdania finansowe czterech największych w Polsce grup kapitałowych działających w sektorze energetycznym: ENEA SA, ENERGA SA, PGE Polska Grupa Energetyczna SA oraz TAURON Polska Energia SA. Każda z tych grup skupia zarówno producentów, sprzedawców, dystrybutorów energii elektrycznej oraz usługi w zakresie energii. Wybór spółek do analizy podyktowany został ich udziałem w produkcji i dystrybucji energii elektrycznej w Polsce (zob. tab. 3).

Największy udział w produkcji i dystrybucji energii elektrycznej w Polsce ma PGE Polska Grupa Energetyczna SA. Na drugim miejscu plasuje się TAURON Polska Energia SA, następnie ENEA, a najmniejszy udział przypada spółce ENERGA SA. Łącznie w ramach tych czterech grup kapitałowych wytwarzane jest 67% energii elektrycznej, a łączny udział opisywanych grup kapitałowych w dystrybucji energii elektrycznej na obszarze Polski wynosi aż 87%.

Tabela 3

Udział w produkcji i dystrybucji energii elektrycznej największych grup kapitałowych w Polsce

Grupa kapitałowa	Udział w produkcji energii elektrycznej (%)	Udział w dystrybucji energii elektrycznej (%)
PGE Polska Grupa Energetyczna SA	40	26
TAURON Polska Energia SA	17	26
ENEA SA	8	20
ENERGA SA	2	15
Razem	67	87

Źródło: opracowanie własne na podstawie informacji ze stron internetowych spółek.

Oprócz tego, że wybrane do analizy grupy kapitałowe należą do największych z sektora energetyki, to również są to spółki notowane na GPW w Warszawie, stąd mają obowiązek podawania do publicznej wiadomości aktualnych informacji o spółce oraz publikowania okresowych sprawozdań finansowych. W artykule dokonano analizy emisji obligacji oraz struktury finansowania spółek za lata 2009–2012 oraz za 9 miesięcy 2013 roku, gdyż dane za cały 2013 rok nie zostały jeszcze opublikowane. Analizie poddano także raporty bieżące publikowane przez spółki na temat programów emisji obligacji.

ENEA SA w latach 2009–2011 nie korzystała z emisji obligacji, jako formy finansowania rozwoju. Dopiero w czerwcu 2012 roku podpisała z pięcioma bankami pełniącymi funkcję gwarantów emisji (PKO BP, Pekao SA, BZ WBK, Bankiem Handlowym i Nordea) umowę dotyczącą programu emisji obligacji do kwoty 4 mld zł. Program został podpisany na 10 lat, zaś okres dostępności, w ramach którego przeprowadzane będą emisje obligacji, upłynie 31 grudnia 2017 roku. Środki pozyskane w ten sposób mają zapewnić finansowanie potrzeb inwestycyjnych w Grupie Kapitałowej ENEA, takich jak: budowa bloku energetycznego opalanego węglem kamiennym o mocy elektrycznej 1075 MWe brutto w Elektrowni Kozienice, rozwój mocy ze źródeł odnawialnych, a także potrzeby bieżącej działalności. Obligacje w tym programie są niezabezpieczone, na okaziciela i zdematerializowane. Istnieje możliwość przeprowadzenia emisji obligacji w wielu seriach. Wartość nominalna każdej serii nie może być niższa niż 100 mln zł, a wartość nominalna jednej obligacji opiewa na 1 mln zł. Na koniec 2012 roku nie były one wyemitowane. Dzięki środkom pieniężnym pozyskanym dzięki emisji obligacji oraz kredytowi z Europejskiego Banku Inwestycyjnego potrzeby inwestycyjne ENEA zostaną pokryte aż do 2020 roku (*Skonsolidowane sprawozdanie finansowe ENEA 2012; ENEA rusza z Programem Emisji Obligacji*).

Mimo, że ENEA SA nie emitowała w badanych latach obligacji, to w każdej chwili może to zrobić i pożyczyć w ten sposób 4 mld zł na rynku. Przedstawiciele spółki zapowiedzieli, że jeszcze w kwietniu 2014 roku wyemitują pierwszą transzę w ramach tego programu o wartości 0,5 mld zł. Także w kwietniu tego roku ENEA SA ma podpisać z bankami program emisji obligacji o wartości 5 mld zł. Spółka zatem po dokonaniu sprzedaży będzie posiadała ogromny kapitał na finansowanie inwestycji, który w tym momencie znajduje się

w gotowości (*Enea podpisze w kwietniu z 3 bankami program emisji obligacji o wartości 5 mld zł*). Uruchomienie transzy w ramach programu emisji wpłynie na zmianę struktury finansowania spółki. Dotychczasowa struktura finansowania w ENEA SA w latach 2009–2012 i na koniec września 2013 roku opierała się głównie na kapitale własnym (zob. tab. 4 i 5).

Tabela 4

Wartość kapitałów ENEA SA w latach 2009–2012 i na koniec września 2013 roku (tys. zł)

Rodzaj kapitału	2009	2010	2011	2012	09.2013
Kapitał własny	9 372 628	9 876 471	10 479 762	10 938 288	11 427 709
Kapitał obcy	2 857 060	2 960 234	3 220 132	3 772 174	4 191 533
Zobowiązania długoterminowe	1 450 377	1 373 976	1 447 783	1 748 504	2 503 940
Zobowiązania krótkoterminowe	1 406 683	1 586 258	1 772 349	2 023 670	1 687 593
Suma kapitałów	12 229 688	12 836 705	13 699 894	14 710 462	15 619 242

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółki.

Tabela 5

Wskaźniki struktury kapitałów w ENEA SA w latach 2009–2012 i na koniec września 2013 roku (%)

Rodzaj kapitału	2009	2010	2011	2012	09.2013
Kapitał własny	77	77	76	74	73
Kapitał obcy	23	23	24	26	27
Zobowiązania długoterminowe	12	11	11	12	16
Zobowiązania krótkoterminowe	12	12	13	14	11
Suma kapitałów	100	100	100	100	100

Źródło: opracowanie własne.

W latach 2009–2010 udział kapitałów własnych w strukturze finansowania kształtował się na takim samym poziomie – 77%. Od 2011 r. udział finansowania kapitałem własnym jest coraz mniejszy, choć nadal wynosi ponad 70%. W latach 2010–2012 wśród kapitałów obcych przeważały zobowiązania krótkoterminowe, natomiast na koniec września 2013 roku przeważało finansowanie kapitałem obcym długoterminowym (zob. tab. 5).

Kolejną analizowaną spółką jest ENERGA SA, która zadebiutowała na warszawskiej giełdzie 11 grudnia 2013 roku, dlatego też dane finansowe za 2009 rok są niedostępne i nie można stwierdzić, czy emisja obligacji miała miejsce. Na koniec 2010 roku spółka pozyskała w drodze emisji obligacji kwotę 1,67 mln zł z terminem spłaty do roku. W 2011 roku przedsiębiorstwo nie emitowało żadnych obligacji. We wrześniu 2012 roku ENERGA SA podpisała z bankami Pekao SA i BRE Bank SA umowę o emisję obligacji w kwocie 4 mld zł. Miesiąc później przeprowadzono emisję obligacji 7-letnich, których termin wykupu przypada na 2019 rok. Wartość emisji wyniosła blisko 1 mld zł, a wartość nominalna pojedynczej

obligacji wynosiła 10 tys. zł lub wielokrotność tej kwoty. Oprocentowanie obligacji określono jako zmienne oparte o stopę referencyjną WIBOR3M. Marża została wyznaczona na poziomie 1,5%. Ponadto w 2012 roku podpisano również program emisji euroobligacji na kwotę 1 mld euro o stałej stopie procentowej, jednak na koniec 2012 roku nie dokonano ich emisji (Skonsolidowane sprawozdanie finansowe ENERGA SA 2010–2012; Program emisji obligacji krajowych). Emisja 7-letnich euroobligacji w kwocie 500 mln euro została przeprowadzona w marcu 2013 roku. Ich oprocentowanie zostało ustalone na poziomie 3,25% (Skrócone śródroczne skonsolidowane sprawozdanie finansowe ENERGA SA na 30.09.2013). Pozyskane w ten sposób środki mają na celu wsparcie działań inwestycyjnych spółki, do których zaliczyć można m.in.: budowę elektrowni gazowej w Grudziądzu i nowej elektrowni węglowej w Ostrołęce oraz budowę elektrowni wodnej na Wiśle i biomasowej w Elblągu. Planowane nakłady inwestycyjne założone przez spółkę na lata 2009–2015 wynoszą ponad 22 mld zł. Część z nich, czyli 15 mld zł, ma zostać przeznaczona na budowę źródeł wytwarzania (ENERGA SA; Centrum Informacji o Rynku Energii). Działanie spółki zmierzające do wzrostu finansowania poprzez emisję obligacji znajduje odzwierciedlenie w strukturze kapitałów spółki (zob. tab. 6 i 7).

Tabela 6

Wartość kapitałów ENERGA SA w latach 2010–2012 i na koniec września 2013 roku (tys. zł)

Rodzaj kapitału	2010	2011	2012	09.2013
Kapitał własny	7 946 956	7 916 716	7 718 522	7 865 570
Kapitał obcy	4 685 363	5 761 247	7 194 251	8 694 976
Zobowiązania długoterminowe	2 590 543	3 533 176	4 801 462	6 615 132
Zobowiązania krótkoterminowe	2 094 818	2 228 072	2 392 789	2 012 484
Suma kapitałów	12 632 319	13 677 963	14 912 773	16 560 547

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółki.

Tabela 7

Wskaźniki struktury kapitałów w ENEA SA w latach 2009–2012 i na koniec września 2013 (%)

Rodzaj kapitału	2010	2011	2012	09.2013
Kapitał własny	63	58	52	47
Kapitał obcy	37	42	48	53
Zobowiązania długoterminowe	21	26	32	40
Zobowiązania krótkoterminowe	17	16	16	12
Suma kapitałów	100	100	100	100

Źródło: opracowanie własne.

Ze wskaźników zaprezentowanych w tabeli 7 wynika, że spółka w latach 2010–2012 finansowała swoją działalność głównie kapitałami własnymi, choć ich udział w sumie

kapitałów z roku na rok malał. Na koniec września 2013 roku struktura finansowania uległa zmianie. Spółka finansowała się głównie kapitałami obcymi. We wszystkich analizowanych latach zdecydowanie przeważało finansowanie kapitałami obcymi długoterminowymi (zob. tab. 7).

PGE Polska Grupa Energetyczna SA jest aktywną spośród omawianych grup kapitałowych, gdyż posiada kilka programów emisji obligacji. W 2009 roku zawarła umowę z konsorcjum banków na emisję obligacji w kwocie 2 mld zł. W programie emisji zapisano przeznaczenie pozyskanych środków na refinansowanie zadłużenia spółek Grupy Kapitałowej PGE oraz na finansowanie działalności. Na koniec 2009 roku spółka nie wyemitowała obligacji z tego programu. PGE może korzystać również z programu emisji obligacji kierowanego do spółek z Grupy PGE. Maksymalna wartość programu emisji kształtuje się na poziomie 5 mld zł. Na koniec 2009 roku wartość nominalna obligacji wyemitowanych w ramach tego programu wyniosła 525 mln zł. W 2010 roku w dalszym ciągu obowiązywała umowa dotycząca programu emisji obligacji kierowanych do spółek z Grupy PGE. Na koniec 2010 roku łączna wartość nominalna wyemitowanych obligacji w ramach programu dla Grupy wyniosła 1,8 mld zł. Były to papiery wartościowe zerokuponowe o okresie zapadalności 1, 3 lub 6 miesięcy. Ponadto PGE podpisała 36-miesięczny program emisji obligacji o maksymalnej kwocie 10 mld zł. Program ten wygasł w listopadzie 2013 roku. Na koniec 2010 roku spółka nie wyemitowała tych obligacji. W 2011 PGE dysponowała dalej programami z 2010 roku, z tytułu których nie posiadała zobowiązań. Dodatkowo w sierpniu 2011 roku zawarła umowę z dwoma bankami odnośnie programu emisji obligacji na kwotę 5 mld zł. Środki pozyskane w ten sposób mają służyć realizacji projektów inwestycyjnych w związku ze zwiększonym popytem na energię elektryczną, wymaganiami pakietu klimatycznego Unii Europejskiej, koniecznością zwiększenia efektywności wytwarzania energii (PGE Polska Grupa Energetyczna SA). W 2012 roku analizowana spółka mogła korzystać z programów opisanych w roku 2011. W 2013 roku PGE wyemitowała obligacje o wartości 1 mld zł w ramach programu emisji obligacji z sierpnia 2011 (PGE Polska Grupa Energetyczna SA). PGE, podobnie do ENEA SA, swoją działalność finansowała w latach 2009–2012 i na koniec września 2013 roku głównie kapitałem własnym (zob. tab. 8 i 9).

Tabela 8

Wartość kapitałów PGE Polska Grupa Energetyczna SA w latach 2010–2012 i na koniec września 2013 roku (tys. zł)

Rodzaj kapitału	2009	2010	2011	2012	09.2013
Kapitał własny	24 196 442	37 554 665	41 173 260	41 116 586	43 271 261
Kapitał obcy	1 760 043	16 325 326	17 589 371	17 686 454	17 180 380
Zobowiązania długoterminowe	0	7 471 585	7 215 966	8 499 581	9 908 596
Zobowiązania krótkoterminowe	1 352 752	8 853 741	10 373 405	9 186 873	7 271 784
Suma kapitałów	25 956 485	53 879 991	58 762 631	58 803 040	60 451 641

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółki.

Tabela 9

Wskaźniki struktury kapitałów w PGE Polska Grupa Energetyczna SA w latach 2009–2012 i na koniec września 2013 roku (%)

Rodzaj kapitału	2009	2010	2011	2012	09.2013
Kapitał własny	93	70	70	70	72
Kapitał obcy	7	30	30	30	28
Zobowiązania długoterminowe	0	14	12	14	16
Zobowiązania krótkoterminowe	5	16	18	16	12
Suma kapitałów	100	100	100	100	100

Źródło: opracowanie własne.

W latach 2010–2013 udział kapitału własnego w kapitałach ogółem kształtował się na podobnym poziomie około 70%. Jeśli chodzi o kapitały obce, to w analizowanych latach zauważalny był wzrost udziału kapitałów obcych długoterminowych w strukturze kapitałów z 0% w 2009 roku do 16% na koniec września 2009 roku (zob. tab. 9).

TAURON Polska Energia SA także w dużej mierze korzysta z programów emisji obligacji. W związku z tym, że spółka udostępnia raporty od 2010 roku, jedyną informacją na temat emisji obligacji w 2009 roku jest, że spółka pozyskała środki w ramach emisji obligacji na poziomie 44 mln zł. W grudniu 2010 spółka zawarła umowę z bankami na program emisji obligacji w kwocie 1,3 mld zł. Pierwsza emisja pięcioletnich obligacji z tego programu o wartości 848,2 mln zł odbyła się jeszcze w grudniu. Obligacje mają formę zdematerializowaną, są niezabezpieczone, o oprocentowaniu zmiennym opartym na stopie WIBOR6M powiększonym o marżę. W 2011 roku podpisano aneksy do umowy na emisję obligacji zawartej w 2010 roku, na podstawie których podwyższono wartość programu emisji o 3 mld zł do kwoty 4,3 mld zł. W opisywanym roku spółka wyemitowała obligacje o wartości 3,3 mld zł, z czego 0,3 mld zł to obligacje czteroletnie, a 3 mld zł to obligacje pięcioletnie. W 2012 roku spółka wyemitowała obligacje o wartości nominalnej 150 mln zł z terminem wykupu 30 stycznia 2015 roku. Ponadto w czerwcu 2012 roku TAURON podpisał umowę z bankami, na mocy której podwyższono wartość programu emisji obligacji o 2,75 mld zł do kwoty 7,05 mld zł. Środki pozyskane w ramach emisji obligacji spółka ma zamiar wykorzystać na finansowanie projektów inwestycyjnych w Grupie TAURON oraz na finansowanie potrzeb korporacyjnych (Skonsolidowane sprawozdanie finansowe TAURON Polska Energia SA 2010–2012). W lipcu 2013 opisywana spółka podpisała kolejną umowę dotyczącą programu emisji obligacji do maksymalnej kwoty 5 mld zł, o terminie wykupu do 10 lat. Obligacje emitowane w ramach tego programu będą zdematerializowane, dyskontowe lub kuponowe i niezabezpieczone. Środki pozyskane w drodze emisji obligacji zostaną przeznaczone przede wszystkim na finansowanie wydatków inwestycyjnych. Do końca września 2013 roku spółka nie wyemitowała żadnych obligacji z tego programu (Śródroczne skrócone skonsolidowane sprawozdanie finansowe Grupy Kapitałowej TAURON Polska Energia SA z dnia 30.09.2013). W latach 2010–2012 spółka finansowała swoją

działalność głównie kapitałem własnym, choć jego udział w kapitałach ogółem z roku na rok malał. Pod koniec września 2013 roku nastąpiła zmiana struktury finansowania spółki –przeważało finansowanie kapitałami obcymi (zob. tab. 10 i 11).

Tabela 10

Wartość kapitałów TAURON Polska Energia SA w latach 2010–2012 i na koniec września 2013 roku (tys. zł)

Rodzaj kapitału	2010	2011	2012	09.2013
Kapitał własny	15 212 071	16 087 218	16 728 233	7 675 336
Kapitał obcy	8 218 213	12 439 778	14 545 444	23 749 941
Zobowiązania długoterminowe	4 070 063	7 597 081	9 148 067	9 443 042
Zobowiązania krótkoterminowe	4 148 150	4 842 697	5 397 377	4 306 899
Suma kapitałów	23 430 284	28 526 996	31 273 677	31 425 277

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółki.

Tabela 11

Wskaźniki struktury kapitałów w PGE Polska Grupa Energetyczna SA w latach 2009–2012 i na koniec września 2013 roku (%)

Rodzaj kapitału	2010	2011	2012	09.2013
Kapitał własny	65	56	53	24
Kapitał obcy	35	44	47	76
Zobowiązania długoterminowe	17	27	29	30
Zobowiązania krótkoterminowe	18	17	17	14
Suma kapitałów	100	100	100	100

Źródło: opracowanie własne.

Wśród kapitałów obcych spółka korzystała głównie z kapitałów długoterminowych. Ich udział w kapitałach ogółem był największy na koniec września 2013 roku i wynosił 30% (zob. tab. 11).

Uwagi końcowe

Z uwagi na to, że potrzeby inwestycyjne spółek sektora energetycznego są bardzo wysokie i konieczne w związku z wymaganiami stawianymi przez Unię Europejską, rosnącym popytem na energię elektryczną, wysokim poziomem amortyzacji środków trwałych itp., spółki powinny być świadome możliwości i konieczności dywersyfikacji źródeł finansowania inwestycji. Oczywiście należy wziąć pod uwagę pozytywne i negatywne strony każdej formy finansowania rozwoju, aby podjąć trafną decyzję.

Obligacje mogą stanowić dla przedsiębiorstw atrakcyjną alternatywę finansowania działalności z obcych źródeł w porównaniu z kredytem bankowym czy emisją akcji. Czas

pozyskania kapitału w przypadku emisji obligacji może być o wiele dłuższy niż okres kredytowania w banku. Emitując obligacje przedsiębiorstwo nie płaci prowizji, tak jak w przypadku kredytu bankowego. Nie musi dokumentować wykorzystywania środków na konkretne cele, tak jak w przypadku wpłat kolejnych transz kredytu. Emisja obligacji uważana jest za tańsze źródło kredytowania niż emisja akcji. Odsetki wypłacane obligatariuszom stanowią koszt finansowy, co pomniejsza podstawę opodatkowania wyniku finansowego, a takiej możliwości nie ma w przypadku akcji. Dodatkowo dywidenda wypłacana akcjonariuszom pochodzi z zysku po opodatkowaniu, co stanowi o wyższym koszcie kapitału w przypadku emisji akcji (Dębski 2007: 234–235).

Negatywnymi stronami pozyskania kapitału przez emisję obligacji są m.in. trudności ze sprzedażą obligacji na rynku, niepewność co do sytuacji finansowej przedsiębiorstwa w długiej perspektywie (wykup obligacji może następować po kilkunastu, a nawet kilkudziesięciu latach), wyższe ryzyko działalności wynikające z konieczności płacenia odsetek zgodnie z warunkami emisji, niezależnie od sytuacji finansowej emitenta. W przypadku wysokiego zadłużenia spółki wzrasta ryzyko jej działalności i akcjonariusze oczekują wyższej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału, więc wzrasta koszt kapitału własnego (Rutkowski 2003: 272–275).

Na podstawie przeprowadzonej analizy sprawozdań finansowych czterech grup kapitałowych za lata 2009–2012 oraz za 9 miesięcy 2013 roku wynika, że wszystkie mają podpisane umowy na program emisji obligacji, natomiast jedna z nich nie wyemitowała w analizowanym okresie żadnych obligacji. Jest to spółka ENEA, chociaż jej przedstawiciele już zapowiedzieli, jeszcze w kwietniu 2014 roku wyemitują pierwszą transzę w ramach programu emisji. Środki pozyskane w ramach emisji są wykorzystywane dla realizacji celów inwestycyjnych spółek. Spółki korzystały z różnych rodzajów obligacji. Były to obligacje o zmiennym lub stałym oprocentowaniu albo zerokuponowe, zwykle niezabezpieczone z różnymi terminami wykupu, najczęściej kilkuletnimi.

Podsumowując, można stwierdzić, że mimo iż emisja obligacji nie jest powszechnie wykorzystywaną przez przedsiębiorstwa formą finansowania przedsięwzięć, to wśród grup kapitałowych z sektora energetycznego jest stosowana na bieżąco. Inwestycjom w obligacje sprzyja niskie oprocentowanie alternatywnego źródła inwestycji, czyli depozytów bankowych, co nie zachęca inwestorów do lokowania środków pieniężnych w te produkty. Skuteczna emisja obligacji spółek energetycznych jest możliwa także dzięki zaufaniu, jakim inwestorzy obdarzają spółki z tej szczególnie istotnej dla gospodarki i społeczeństwa branży, gdzie popyt na energię elektryczną z roku na rok wzrasta. Zaufanie ze strony inwestorów pozwala analizowanym spółkom dywersyfikować źródła pochodzenia kapitału i zapewniać sobie finansowanie w długim horyzoncie czasu.

Literatura

- Centrum Informacji o Rynku Energii, www.cire.pl/item,65500,1,0,0,0,0,0,energa-konczy-przygotowania-do-emisji-obligacji.html (10.09.2012).
- Dębski W. (2007), *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, s. 234–235, 237.
- Dziawgo D. (2007), *Rynek finansowy – istota, instrumenty, funkcjonowanie*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa, s. 111.
- ENEa rusza z Programem Emisji Obligacji, www.ir.enea.pl/pl/aktualnosci/enea_rusza_z_programem_emisji_obligacji (28.08.2012).
- Enea podpisze w kwietniu z 3 bankami program emisji obligacji o wartości 5 mld zł, <http://finanse.wp.pl/kat,1033745,title,Enea-podpisze-w-kwietniu-z-3-bankami-program-emisji-obligacji-o-wartosci-5-mld-zl,wid,16488564,wiadomosc.html?ticaid=11284d> (21.03.2014).
- ENERGA SA, www.grupaenergia.pl/17647.xml (28.08.2012).
- Energy 2020 – A Strategy for competitive, sustainable and secure energy (2010), Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions of 10 November 2010, COM(2010) 639, Brussels.
- Janik W. (2013), *Podsektor elektroenergetyczny w Polsce, w: Sytuacja finansowa przedsiębiorstw sektora elektroenergetycznego w Polsce*, red. W. Janik, Politechnika Lubelska, Lublin, s. 14.
- Kleiber M., Steinhoff J., Żmijewski K., *Infrastruktura energetyczna – potrzebny „Plan Marshalla”?*, Społeczna Rada Narodowego Programu Redukcji Emisji, s. 4, www.rada-npre.pl (5.04.2014).
- Nikołajczuk S. (2007), *Rola rynku finansowego w finansowaniu przedsiębiorstwa*, w: *Finanse przedsiębiorstwa*, red. J. Szczepański, L. Szyszko, PWE, Warszawa, s. 154–155.
- Paska J. (2007), *Ekonomia w elektroenergetyce*, Oficyna Wydawnicza Politechniki Warszawskiej, Warszawa, s. 75.
- PGE Polska Grupa Energetyczna SA, www.gkpgc.pl/relacje-inwestorskie/raporty-biezace/raport/65-2013 (3.07.2013).
- PGE Polska Grupa Energetyczna SA, www.pgesa.pl/pl/PGE/CentrumPrasowe/InformacjePrasowe/Strony/UstalenieprogramuemisjiobligacjiPGE.aspx (28.08.2012).
- Program emisji obligacji krajowych, www.ir.energia.pl/pl/ir/serwis-relacji-inwestorskich/dla-obligatariuszy/emisja-obligacji-w-2012-roku/Emisja-obligacji-krajowych.
- Rutkowski A. (2003), *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa, s. 272–275.
- Skonsolidowane sprawozdanie finansowe Grupy Kapitałowej ENEA za rok obrotowy kończący się 31 grudnia 2012 r.
- Skonsolidowane sprawozdanie finansowe Grupy Kapitałowej ENERGA SA za lata 2010–2012.
- Skonsolidowane sprawozdanie finansowe Grupy Kapitałowej TAURON Polska Energia SA za lata 2010–2012.
- Skrócone śródroczne skonsolidowane sprawozdanie finansowe Grupy Kapitałowej ENERGA SA za okres 9 miesięcy zakończony dnia 30 września 2013 r.
- Śródroczne skrócone skonsolidowane sprawozdanie finansowe Grupy Kapitałowej TAURON Polska Energia SA za okres 9 miesięcy zakończony dnia 30 września 2013 r.
- Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach, DzU 1995, nr 83, poz. 420, z późn. zm., art. 4, ust. 1, art. 5a; ust. 3, art. 10, ust. 2.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, DzU 2005, nr 184, poz. 1539, z późn. zm., art. 3, ust. 1; art. 7, ust. 1.
- Wieczerek-Krusińska A., *Teraz czas na euroobligacje*, „Ekonomia i Rynek”, www.ekonomia.rp.pl/artukul/1099094.html (3.04.2014).

ISSUANCE OF BONDS AS A METHOD OF FINANCING THE DEVELOPMENT OF ENTERPRISES IN THE ENERGY SECTOR

Abstract: *Purpose* – The purpose of this article is the analysis and a description of the issue of corporate bonds as one of the way to obtain capital from external sources by companies from the energy sector, which must face, with capital-intensive investments in coming years. It is connected with the change of the energy policy of the country, adapted to the European Union regulations.

Design/Methodology/approach – In this article it was analyzed and described analysis results of the financial

statements for the period 2009–2012 and financial statements at the end of September 2013, current reports of four capital groups operating in the Polish energy sector, whose shares are listed on the Stock Exchange in Warsaw.

Findings – Based on the presented issue of bonds, it was found that the analyzed companies from the energy sector generally use this method of financing specific to them capital-intensive investments. The success of the bond issue can conclude that investors have confidence in the companies of the sector, which allows to create an alternative to e.g. a bank loan.

Originality/value – In the article it was raised an important and current issue of financing the development of energy sector companies in a situation of high demand for capital. One form of financing is the issuance of bonds.

Keywords: corporate bonds, investment financing, energy sector

Cytowanie

Frańczuk M. (2014), *Emisja obligacji jako metoda finansowania rozwoju przedsiębiorstw z sektora energetycznego*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 804, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 67, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 629–642; www.wneiz.pl/frfu.