RÓŻNICE MIĘDZY OBLIGACJAMI SKARBOWYMI A KORPORACYJNYMI

CZYM JEST OBLIGACJA ?

Obligacja jest papierem wartościowym, w którym emitent obligacji stwierdza, że jest dłużnikiem nabywcy obligacji. Emitent sprzedając obligacje pożycza od ich nabywcy określoną sumę pieniędzy, które zobowiązuje się zwrócić w określonym czasie lub zamienić je na inne świadczenia. Treść obligacji dokładnie określa jakie zobowiązania będzie miał emitent wobec nabywcy, czyli obligatariusza.

Z punktu widzenia warunków finansowych najważniejsze warunki, jakie muszą być zawarte w dokumencie obligacji to:

- **data wykupu** – określająca termin zwrotu pożyczki przez emitenta,
- **nominał obligacji** – określający wartość zwrotu,
- **odsetki** (lub ich brak) - informacje o odsetkach (tzw. kuponie) określają kiedy i w jakiej wysokości będą dokonywane płatności odsetkowe.

NOMINAŁ OBLIGACJI

Przykład:

Inwestor nabywa od emitenta 10 obligacji o wartości nominalnej 100 zł z kuponem ustalonym na 5% w skali roku, ale płatnym co pół roku (czyli po 2,5%) o terminie wykupu za 2 lata. Oznacza to, że w trakcie trwania obligacji nabywca obligacji otrzyma 4 płatności odsetkowe (co pół roku przez dwa lata) po 25 zł każda (10 obligacji x nominał 100 zł x 2,5%). W ostatnim dniu ważności obligacji (data wykupu) emitent zwróci również 1000 zł (10 obligacji x nominał 100 zł).

Cena nabycia obligacji od emitenta oraz jej wartość nominalna nie muszą jednak być równe i czasem emitent może zadecydować, że chce sprzedaż obligacje po wyższej cenie od nominału lub po niższej. Jeżeli **sprzeda** obligacje **po wyższej cenie od nominału**, to wówczas uzyska więcej wpływów ze sprzedaży obligacji niż będzie musiał oddać, oczywiście bez uwzględnienia odsetek. Czasem jednak obligacje mogą być sprzedawane po niższej cenie. Wówczas emitent mniej pożyczy, niż będzie musiał oddać (bez uwzględnienia odsetek)

Przykład:

Trzy warianty porównujące prostą stopę zwrotu dla trzech wariantów przy inwestycji 1000 zł w 10 obligacji o nominale 100 zł:

Cena sprzedaży	100	102	98
Nominał	100	100	100
Ilość obligacji	10	10	10
Data wykupu	za 2 lata	za 2 lata	za 2 lata
Kupon 5% rocznie płatny co pół roku, czyli 2,5%	✓	✓	✓
Strumień płatności 25 + 25 + 25 + 1025 = 1100 zł	✓	✓	✓
Zarobek w okresie 2 lat	1100/1000 -1 = **10%**	1100/1020 -1 = **7,84%**	1100/980 -1 = **12,24%**

DATA WYKUPU

W odniesieniu do daty wygaśnięcia może ona być dowolnie określona, na krajowym rynku raczej nie spotykamy obligacji o krótszym terminie zapadalności niż dwa lata. Natomiast górna granica pozostawia znacznie szersze pole wyboru i okres może być zdefiniowany dowolnie, zwłaszcza w okresie od 2 do 5 lat. Powyżej 5 roku kolejne okresy to zazwyczaj 7, 10, 12, 15, 20, 30 lat. Te ostatnie są częściej spotykane na rynkach wysoko rozwiniętych, ale przykładowo na naszym rynku jedna z serii tzw. obligacji pandemicznych (emitowanych przez PFR w ramach programu pomocowego) ma datę wykupu w 2040 r. Na rynkach zagranicznych, zdarzają się nawet obligacje o terminie wykupu za 100 lat, których emitentami były państwa (np. Meksyk, Argentyna) plus kilka amerykańskich korporacji. Pewna duńska firma wyemitowała nawet 1000-letnie obligacje, ale oczywiście warunki emisji dopuszczają znacznie wcześniejszy wykup, już po kilku latach.

ODSETKI

1. Obligacje ze względu na okresowe świadczenia pieniężne dzielimy na:
   - stałokuponowe,
   - zmiennokuponowe,
   - zerokuponowe.

Obligacje stałokuponowe

W przypadku obligacji stałokuponowych, jak sama nazwa wskazuje, emitent zobowiązuje się w trakcie trwania obligacji do wypłaty z góry ustalonych odsetek w okresach np. kwartalnych, półrocznych lub rocznych np. 4% w skali roku (lub 2% półrocznie, 1% kwartalnie). Na krajowym rynku dla obligacji stałokuponowych emitentem najczęściej jest Skarb Państwa.

Obligacje zmiennokuponowe

Dla obligacji zmiennokuponowych formuła odsetkowa najczęściej jest oparta o wybraną stopę referencyjną (na krajowym rynku to jest WIBOR) powiększoną o z góry ustaloną marżę. Stawka referencyjna może być ustalona na dany dzień lub liczona jako średnia z poprzedzającego okresu. Okres stawki WIBOR jest zbieżny z okresem odsetkowym (dla odsetek kwartalnych to jest WIBOR3M + marża, dla odsetek półrocznych to jest WIBOR6M + marża).

Przykład:
Emitent zobowiązał się do wypłaty co pół roku odsetek liczonych wg. stawki WIBOR6M powiększonych o marzę 1,5 pp. Jeżeli w pierwszym i drugim okresie odsetkowym stawka WIBOR6M wynosiła odpowiednio 2% i 1,8%, to inwestor od każdej obligacji o nominale 100 zł otrzyma odsetki odpowiednio 3,5 zł i 3,3 zł. Zbliżone w konstrukcji do obligacji zmiennokuponowych są obligacje indeksowane. Tutaj w miejsce stawki referencyjnej jest stosowany wybrany indeks, najczęściej indeks inflacji. Pewną odmianą są obligacje, gdzie kupon jest stały natomiast w czasie trwania obligacji jest indeksowany nominał obligacji będący podstawą liczenia odsetek.

Obligacje zerokuponowe

Osobną kategorię stanowią obligacje zerokuponowe, gdzie nabywca w okresie trwania obligacji nie dostaje żadnych odsetek. Takie obligacje są zazwyczaj sprzedawane poniżej ceny nominalnej i różnica pomiędzy ceną nabycia, a ceną wykupu (nominał) stanowi główny i jedyny zarobek nabywcy.

2. Obligacje ze względu na rodzaj emitenta dzielimy na:
   - obligacje skarbowe – emitowane przez Skarb Państwa lub instytucje państwowe, jak np.: BGK lub PFR,
   - obligacje komunalne – emitowane przez miasta, gminy, JST,
   - obligacje korporacyjne – emitowane przez przedsiębiorstwa.

Obligacje skarbowe

Największym rynkiem obligacji na świecie są obligacje skarbowe. Jako obligacje skarbowe, a więc gwarantowane przez państwo, są uznawane za instrument niskiego ryzyka. Inwestor może stracić np. w wyniku zmian rynkowej wyceny tych obligacji lub zbyt niskiego kuponu do np. wysokiej inflacji w danym okresie, ale raczej nie zaistnieje sytuacja, w której obligacje nie będą wykupione. Uznaje się, że obligacje skarbowe są po prostu gwarantowane przez Skarb Państwa i prawdopodobieństwo jego bankructwa, przynajmniej dla liczących się gospodarek, jest skrajnie niskie. Nie znaczy to jednak, że problemy ze skarbowym długiem nie zdarzały się w przeszłości, jednak częściej dotyczyły głównie długu denominowanego w walucie innej niż waluta lokalna. Aczkolwiek zdarzały się sytuacje gdzie w okresie kryzysowym decydowano się na wstrzymanie obsługi zadłużenia również emitowanego w walucie lokalnej (np. Rosja w 1998 r.).

Obligacje korporacyjne

Kolejną bardzo dużą kategorią pod względem emitenta są obligacje korporacyjne. W stosunku do obligacji skarbowych odróżnia je przede wszystkim fakt, że są obarczone większym ryzykiem – przedsiębiorstwo może stać się niewypłacalne, może zbankrutować. Nie można więc powiedzieć, że obligacje korporacyjne, chociaż byłyby emitowane przez największe przedsiębiorstwa, są instrumentami bez ryzyka. Obligacje korporacyjne częściej posiadają zmienny kupon oparty dla krajowych emitentów o stawkę WIBOR powiększoną o odpowiednią marżę. Nie jest to jednak reguła i w krajowym obrocie znajdują się również instrumenty o stałym oprocentowaniu. Wysokość marży ponad stopę referencyjną w dużej mierze zależy od kondycji finansowej emitenta. Duże, wiarygodne, stabilne firmy są w stanie sprzedać swoje obligacje przy niższych odsetkach. Natomiast mniej stabilne przedsiębiorstwa, o niższej wiarygodności kredytowej, muszą zaproponować wyższe odsetki, aby zachęcić nabywców do kupna.

ZABEZPIECZENIE OBLIGACJI

Część emitentów chcąc zapewnić inwestorom większe bezpieczeństwo, a sobie niższe płatności odsetkowe, decyduje się na zabezpieczenie swoich papierów dłużnych. Najczęściej spotykanymi formami zabezpieczeń są:

- nieruchomości, czyli hipoteka, zastaw rejestrowy, obejmujący także inne składniki majątku takie jak: papiery wartościowe.

Każdorazowo w dokumencie informacyjnym warto sprawdzić jakość tego zabezpieczenia biorąc pod uwagę:
– czy nieruchomość nie została już wcześniej obciążona,
– co stanowi przedmiot zastawu rejestrowego,
– czy aktywa są płynne,
– czy poręczyciel wykazuje należytą wiarygodność.

Zdarzały się emisje, gdzie zabezpieczeniem był znak towarowy. Zasadne jest pytanie, jak w razie problemów z wykupem obligacji odzyskać środki ze znaku towarowego.

Emitenci wskazują czasem w warunkach obligacji, że w przypadku zaistnienia pewnych zdarzeń, zazwyczaj tych negatywnych: jak wzrost wskaźników zadłużenia, opóźnienia w płatnościach odsetkowych lub inne, że obligatariuszom przysługują prawa do np.: wyższych odsetek lub przedterminowego wykupu obligacji.

OFERTA PIERWOTNA OBLIGACJI

Obligacje, zarówno skarbowe jak i korporacyjne, mogą być przedmiotem obrotu giełdowego, co umożliwia kupno ich po przeprowadzeniu oferty publicznej sprzedaży przez emitenta, jak również sprzedaży obligacji przed terminem wykupu. Sprzedając obligacje na aktywnym rynku obligatariusz otrzymuje cenę wraz z narosłymi do danego dnia odsetkami, natomiast kupując płaci oprócz ceny obligacji także narosłe do danego dnia odsetki.

CENA OBLIGACJI

Cena obligacji zależy od bardzo wielu zmiennych. W przypadku obligacji skarbowych to najczęściej będą oczekiwania inflacyjne, kondycja budżetu państwa, ogólna ocena kraju przez inwestorów zagranicznych (rating inwestycyjny). Dla obligacji korporacyjnych, oprócz powyższych, to również będą specyficzne dla danego przedsiębiorstwa czynniki, jak kondycja finansowa, zdolność terminowego regulowania odsetek, otoczenie branżowe itp. W zakresie wpływu inflacji oraz oczekiwanych zmian stóp procentowych na cenę obligacji, znacznie mniejszą wrażliwość wykazują obligacje zmiennokuponowe. Tam transmisja tych czynników odbywa się poprzez zmianę rynkowo wycenianej stopy referencyjnej np. WIBOR.

W przypadku obligacji o stałych odsetkach lub kiedy stopa referencyjna jest pod presją polityki pieniężnej, zmiana oczekiwań będzie wyrażać się w rynkowych cenach obligacji. W przypadku np. oczekiwań silnego wzrostu inflacji w kolejnych latach cena obligacji o stałych kuponach będzie spadać, ponieważ obniży się realna dochodowość z odsetek, i potencjalnym zyskiem nabywcy oprócz odsetek będzie rosnąca różnica pomiędzy ceną nabycia, a ceną wykupu. I odwrotnie, w przypadku spodziewanego obniżenia inflacji oraz rynkowych stóp procentowych cena obligacji będzie rosnąć. Dotyczy to oczywiście obligacji kupowanych lub sprzedawanych na rynku wtórnym. Jeżeli obligacja została zakupiona w ofercie pierwotnej z zamiarem utrzymania jej do wykupu, to wszelkie zmiany ceny rynkowej, zarówno te pozytywne jak i negatywne, nie wpłyną w żaden sposób na dochodowość instrumentu.

W przypadku emitentów korporacyjnych dodatkowo wchodzi aspekt wiarygodności finansowej przedsiębiorstwa. Jeżeli pojawią się niepokojące sygnały co do możliwych naruszeń warunków obligacji (np. opóźnienia w płatnościach odsetkowych lub sygnalizowanych problemach z wykupem), wówczas inwestorzy mogą być bardziej skłonni do wyprzedaży takich papierów przyczyniając się do spadku ich cen. Z drugiej strony obligacje bardziej wiarygodnych emitentów, szczególnie oferujących znacznie wyższe kupony od obligacji skarbowych, będą cieszyły się większym zainteresowaniem kupujących przyczyniając się do wzrostu ich wyceny rynkowej.

Obligacje, szczególnie skarbowe, jako instrument niskiego ryzyka, są składnikiem wielu portfeli inwestycyjnych i mają za zadanie mitygować wysokie ryzyko dla równolegle posiadanych akcji. Oczywiście proporcje pomiędzy udziałem akcji i obligacji są bardzo indywidualne i zależą głównie od skłonności do ryzyka, ale też spodziewając się np. pogorszenia koniunktury na rynkach akcji inwestor będzie wykazywał większą skłonność do kupna papierów dłużnych i odwrotnie – okres ożywienia na rynkach akcji będzie mniej korzystny dla rynków obligacji.

OBLIGACJE SKARBOWE VS KORPORACYJNE - PODSUMOWANIE GŁÓWNYCH RÓŻNIC

	Obligacje skarbowe	**Obligacje korporacyjne**
Emitent	Skarb Państwa	Przedsiębiorstwa
Gwarancja wypłaty	Gwarantowane przez Skarb Państwa	Może być ustanowione zabezpieczenie na składnikach majątku lub poręczenie
Ryzyko	Instrument niskiego ryzyka	Wyższe od obligacji skarbowych, stopień ryzyka zależny od kondycji finansowej i perspektyw dla emitenta
Odsetki	Stałe, zmienne, bez odsetek	Przeważnie zmienne, stałe

Materiał przygotował: Marcin Brendota - Ekspert ds. Analiz, Zespół Analiz i Doradztwa.