Inwestycje w obligacje polskich przedsiębiorstw

vs.

REIT-y:

opis mocnych i słabych stron, podstawowych klas ryzyka oraz projekcja zyskowności

Fundacja Edukacji i Badań nad REITs

Warszawa, sierpień 2018

1. Wstęp

Obligacje to specyficzna forma papieru wartościowego o charakterze dłużnym, która polega na umowie pomiędzy emitentem obligacji (przedsiębiorstwie) a nabywcą obligacji (obligatariuszem). Na podstawie tej umowy, przedsiębiorstwo pożycza od obligatariusza (inwestora) środki finansowe, które następnie przeznaczane są na określone z góry cele (zakup maszyn i urządzeń, zakup nieruchomości, finansowanie projektów inwestycyjnych, i inne). W umowie określa się okres na jaki przedsiębiorstwo pożycza pieniądze od inwestora (tzw. *tenure*), ile chce zapłacić za nie (tzw. kupon), kiedy będzie chciało płacić kupon (najczęściej kwartale lub półroczne).

Oprocentowanie obligacji (kupon) ustalane jest zazwyczaj w oparciu o element zmienny (najczęściej WIBOR 3M) plus element stały (marża). Określa się zabezpieczenia obligacji (najczęściej w formie hipoteki nieruchomości) lub w przypadku uznanych emitentów (np. PKN Orlen, Dom Development SA, Ghelamco) obietnica ich wykupu. Dodatkowo, określane są warunki jakich przestrzegać ma emitent i dotyczą one limitów zadłużenia w okresie ważności obligacji i innych wyników finansowych. Poziom oprocentowania obligacji są różny, w zależności od jakości emitenta, przy czym podstawowa zasada, o której trzeba pamiętać jest następująca: im wyższe oprocentowanie, tym wyższe ryzyko:

- w przypadku obligacji najlepszych spółek publicznych z ratingiem inwestycyjnym (np. BB,BB+,Ba2) kupon najczęściej na WIBOR 3M (w lipcu 2018 roku wynosił on 1,7% rocznie) plus marża od np. 1,2% (np. dla najwyższej jakości obligacji emitowanych przez PKN Orlen SA) do + 3,5% marży dla np. obligacji Alior Banku SA;
- dla emitentów średniej jakości: WIBOR 3M + 3,5 % do 5% marży
- emitenci z krótką historią i wyższym ryzykiem spłaty kuponu i wykupu obligacji muszą oferować wyższy kupon (WIBOR 3M + 5% do 8% marży).

Marża powyżej 8%, to zazwyczaj „czerwono lampka": najczęściej oznacza, że emitent z reguły może mieć kłopoty z finansowaniem swoich projektów inwestycyjnych z innych, tańszych źródeł (np. z banków), a to z kolei jest oznaka podwyższonego (wysokiego) ryzyka.

Według danych Fitch Polska na koniec 2017 r. wartość obligacji przedsiębiorstw w Polsce (bez banków) wyniosła ponad 70 miliardów zł, co stanowiło ponad 40 proc. rynku nie-skarbowych papierów dłużnych. Wartość emisji obligacji korporacyjnych od 2010 roku wzrosła ponad 3,5-krotnie. - Jest to dowód na to, że przedsiębiorstwa zamiast zaciągania kredytu, coraz chętniej decydują się na emisję obligacji, które z roku na rok stanowią większy udział w strukturze ich finansowania.

Jak podaje *Business Insider* - na koniec 2017 roku na specjalnym rynku obligacji (Catalyst) notowano jest już 608 serii instrumentów dłużnych (wzrost o 7,4 proc.) wyemitowanych przez 161 emitentów, z czego obligacje przedsiębiorstw i banków

stanowiły 68 proc. Łączna wartość emisji instrumentów notowanych na specjalnym rynku giełdowym dla obligacji - Catalyst (z uwzględnieniem obligacji Skarbu Państwa) na koniec

2017 roku przekroczyła poziom 751 miliardów złotych (wzrost o 6,3 proc.), z czego ponad 76 miliardów złotych stanowiły obligacje przedsiębiorstw i banków (wzrost o 10,6 proc.)[1].

2. Mocne i słabe strony

Rozważając inwestowanie w obligacje przedsiębiorstw polskich warto poznać i przeanalizować mocne i słabe strony tych instrumentów. Poniżej, przedstawiono główne atrybuty tej formy papierów wartościowych w porównaniu z REIT-ami (tabela 1).

Tab. 1. Inwestowanie w obligacje polskich przedsiębiorstw *vs.* REIT-y: mocne i słabe strony

lp.	główne atrybuty	obligacje polskich przedsiębiorstw	REIT-y
1	**minimalna wysokość inwestycji początkowej**	relatywnie niska (kilka - kilkadziesiąt tysięcy złotych w zależności od emisji)	bardzo niska (kilkadziesiąt euro/usd) lub niska (dla funduszy specjalistycznych inwestujących w REIT-y min.50 tys. zł.)
2	**wysokość całkowitej stopy zwrotu (średniorocznie)**	ok. 3% do 10% rocznie brutto (w zależnosci od jakości emitenta); dla niektórych emitentów brak historycznie potwierdzonej zdolności do spłaty	ok. 9% (w EU) w okresie ostatnich 20 lat, do ok.12% brutto w USA (w okresie ostatnich 40 lat); potwierdzona historycznie zdolność do generowania powtarzalnych stóp zwrotu
3	**potencjał na wyższą, całkowitą stopę zwrotu**	brak lub minimalny (całkowita stopa zwrotu nie jest wyższa niż oferowane oprocentowanie; wyższa stopa zwrotu niż kupon utrudniona ze względu na niską płynność)	duży; w zależności od REIT-a; wiele REIT-ów osiąga systematycznie przez wiele lat całkowitą stopę zysku > 12% średniorocznie); dywidendy wypłacane nieprzerwanie przez kilkanaście lub kilkadziesiąt lat
4	**potwierdzone wyniki w dostarczaniu stopy zwrotu**	bardzo niskie do duże (w zależności od jakości emitenta)	bardzo duże; 20 lat dla EU-REITs i > 40 lat dla US-REITs
5	**wyjście z inwestycji**	utrudnione/niska płynność na rynku Catalyst	nieograniczona; płynność na instrumentach emitowanych przez amerykańskie, publiczne REIT-y wynosi ok. 7 mld USD dziennie

[1] Źródło: https://businessinsider.com.pl/finanse/inwestowanie/obligacje-korporacyjne-co-to-jest-jak-inwestowac/gvkswm

6	**wypłata kuponu/dywidendy**	obowiązkowa, określona w warunkach emisji (kwartalna, półroczna);	obligatoryjna (REIT-y, ustawowo zobligowane są do wypłaty prawie całego zysku; w USA, Niemczech, UK > 90% zysku, we Francji > 95% zysku); w Holandii -100%
7	**zwolnienie podatkowe**	brak	REIT-y są zwolnione z CIT pod warunkiem wypłaty prawie całego zysku (w formie dywidendy)
9	**potencjał na wzrost wartości całkowitej stopy zwrotu**	bardzo niska (ze względu na charakter obligacji i niską płynność na rynku Catalyst)	tak, dla najlepszych REIT-ów stopa zwrotu >12% średniorocznie; brak ograniczeń w płynności dla publicznych REIT-ów
10	**jakość przychodów (wypłat)**	niska do wysokiej (w zależności od emitenta)	wysoka i bardzo wysoka; wypłata dywidend obejmuje ok. 90% zysku brutto i jest obligatoryjna; potwierdzone historycznie wysoka jakość wypłat przez kilkadziesiąt lat
11	**interwały wypłat (kuponu/dywidend)**	określone w warunkach emisji (kwartalnie i półrocznie)	miesięcznie, kwartalnie, rocznie
12	**forma inwestycji**	inwestycja w dłużne papiery wartościowe	inwestycja w specjalne papiery wartościowe pośrednio zabezpieczone na przychodach z wynajmu nieruchomości (sekurytyzacja nieruchomości)
13	**charakter inwestycji**	niematerialny (papiery wartościowe; niektóre obligacje zabezpieczane na hipotekach nieruchomości)	niematerialny (specjalne papiery wartościowe zabezpieczone na przychodach setek i tysięcy nieruchomości zagranicznych)
14	**perspektywa inwestycyjna**	średnia (1 rok - 3 lata)	dłuższa (rekomendowane > 3 lata)
15	**ochrona przed inflacją**	niska do bardzo dobrej (w zależności od jakości emitenta)	bardzo dobra (ogółem jako dla kategorii aktywów); w okresach zwiększonej inflacji przyrost dywidendy przewyższa zazwyczaj stopę inflacji
16	**możliwość dziedziczenia**	tak	tak
17	**podatek od zysków**	od zysków kapitałowych (19% od zysków)	od zysków kapitałowych i dywidendy (19% od zysków)
18	**sposób wyceny**	zobiektywizowany (rynek Catalyst)	zobiektywizowany (*via* giełdy papierów wartościowych dla REIT-ów publicznych)
19	**zmienność wycen**	niska do średniej (w zależności od emitenta)	wyższa (tak, jak innych papierów wartościowych notowanych na giełdach)
20	**sezonowość przychodów**	brak	brak

21	**zdolność do efektywnej dywersyfikacji portfela inwestycyjnego**	niska do bardzo dużej (w zalezności do jakości emitenta); wysoka dla inwestowania w obligacje via fundusze specjalistyczne	bardzo duża; REIT-y efektywnie dywersyfikują portfel mieszany - zwiększają zyski przy niezwiększaniu ryzyka lub zmniejszają ryzyko ogólne portfela (współczynnik Sharpe`a rośnie)
22	**zabezpieczenie wypłaty kuponu lub wykupu obligacji (zysku)**	niskie do wysokie (zazwyczaj na hipotekach nieruchomości; w praktyce zabezpieczenie w przypadku emisji przez niższej jakości emitenta jest iluzoryczne); wyższe w przypadku inwestowania via fundusz specjalistyczny	zabezpieczenie na majątku REIT-a (pośrednio) oraz na przychodach z nieruchomości komercyjnych jakie są w jego portfelu jako efekt sekurytyzacji; w przypadku inwestowania w REIT-y *via* dedykowany fundusz dodatkowa dywersyfikacja

legenda	ocena negatywna	ocena średnia (neutralna)	ocena pozytywna

Opracowanie: Fundacja Edukacji i Badań nad REITs oraz Omega Capital (www.omegacapital.pl)

3. Podstawowe ryzyka

Na rynku widoczny jest trend wskazujący na wzrost zainteresowania obligacjami korporacyjnymi wśród inwestorów indywidualnych. Niskie oprocentowanie lokat bankowych, wysokie oprocentowanie emitowanych obligacji, bardzo często zabezpieczonych na hipotekach nieruchomości sprawiają, że zainteresowanie rynkiem Catalyst stale rośnie zarówno wśród emitentów, jak i inwestorów. Niestety, ostatnie kłopoty firmy windykacyjnej GetBack SA, która nie jest w stanie obsługiwać ani wykupić ponad 2,5 mld uplasowanych obligacji wymusza na inwestorach szczególną ostrożność przy rozważeniu tej formy inwestowania, nie tylko w obligacje emitowane przez firmy windykacyjne [2]. Z kolei, jak podaje Rzeczpospolita, aż 21% obligacji emitowanych przez małe firmy nie zostało spłaconych. Oznacza, to że inwestowanie w obligacje przedsiębiorstw wymaga rozwagi i doświadczenia i rekomendowane jest dla doświadczonych inwestorów[3]. Dlatego też, rozważając inwestowanie w obligacje należy dobrze poznać podstawowe ryzyka z jakimi możemy mieć do czynienia przy tego typu instrumentach (tabela 2).

Tab. 2. Obligacje przedsiębiorstw vs. REIT-y: opis głównych klas ryzyka

[2] Źródło: http://gospodarka.dziennik.pl/news/artykuly/573913,getback-obligatariusze-zostana-splaceni-w-ratach-do-2025-r.html?utm_source=powiazane-w-art&utm_medium=link

[3] Źródło: http://www.rp.pl/Moje-pieniadze/311299885-Inwestowanie-w-obligacje-korporacyjne-tylko-dla-doswiadczonych.html)

lp.	główne ryzyka	obligacje przedsiębiorstw	REIT-y
1	**ryzyko stopy procentowej**	**bardzo niskie**: pozytywnym aspektem rynku obligacji korporacyjnych jest fakt, iż zdecydowana większość (>80%) obligacji notowanych na rynku obligacji Catalyst to papiery o zmiennym oprocentowaniu opartym na stopie WIBOR. Pozwala to na uniknięcie ryzyka stopy procentowej	**niskie do wysokie**; niskie dla REIT-ów kapitałowych; w okresach zwiększającej się inflacji notują one wyższe zyski (indeksacja umów; wyższy popyt na powierzchnie komercyjne); niektóre sektory REIT-ów są mało wrażliwe na zmiany stóp procentowych np. hotelarskie, magazynowe (*self storage*); **wyższe ryzyko** dla REIT-ów hipotecznych
2	**ryzyko nieobsługiwania kuponu/nie wykupienia obligacji - nie wypłacenia dywidendy dla REIT-ów**	**bardzo niskie do wysokie** - w zależności od jakości emitenta, w tym jakości zabezpieczeń	**bardzo niskie**; REIT-y są zobligowane ustawowo do wypłaty dywidendy w wysokości min. 90% osiąganych zysków; brak wypłaty dywidendy skutkuje karami finansowymi, dodatkowym podatkiem do utraty uprzywilejowanego statusu podatkowego włącznie
3	**ryzyko koncentracji**	**wysokie** - zakup obligacji jednego emitenta wiąże się z ryzykiem specyficznym (związanymi z biznesem emitenta); **niskie** w przypadku inwestowania via specjalistyczny fundusz inwestycyjny	**niskie**: portfele REIT-ów są wysoce zdywersyfikowane (setki i tysiące różnych nieruchomości, w różnych klasach nieruchomości, na różnych rynkach geograficznych, w różnych branżach rynkowych, które generują stabilne przychody czynszowe); **bardzo niskie** w przypadku inwestycji w fundusz specjalistyczny
4	**ryzyko braku płynności**	**niskie do wysokie;** w zależności od jakości emitenta; wysokiej klasy emitent oznacza **niskie ryzyko** braku płynności, emitent niskiej jakości to **wyższe ryzyko** płynności; **niskie ryzyko** także w przypadku inwestowania via fundusz specjalistyczny	**bardzo niskie**: zagraniczne (szczególnie amerykańskie REIT-y) to podmioty, których kapitalizacja giełdowa jest wyższa (kapitalizacja US-REITs to 1,1 biliona USD) niż akcji i obligacji na GPW i ich płynność jest wielokrotnie wyższa (ok. 7 mld USD dziennie dla US-REITs) niż w przypadku GPW
5	**ryzyko kredytowe**	**niskie do wysokie** (w zależności od jakości emitenta: ryzyko spada wraz ze zwiększeniem jakości emitenta; im wyższy kupon tym wyższe ryzyko	**niskie do średniego**: zagraniczne REIT-y to podmioty bardzo często z ratingami kredytowym udzielonymi przez największe agencje ratingowe (w USA ok. 40% publicznych REIT-ów posiada rating kredytowy)
6	**ryzyko niewypłacalności emitenta**	**bardzo niskie do wysokie:** w zależności od jakości emitenta; im wyższy kupon obligacji, tym ryzyko bankructwa wyższe	**bardzo niskie**: zagraniczne REIT-y, to podmioty z wysoką kapitalizacją, ze sprawdzonym modelem biznesowym, bardzo często z ratingami kredytowym udzielonymi przez największe agencje ratingowe, działające na rynku od kilkudziesięciu lat

7	**ryzyko wahań cen**	**niskie**; generalnie niższe niż dla REIT-ów, bowiem rynek obligacji jest mniej zmienny	**średnie;** instrumenty udziałowe emitowane przez zagraniczne REIT-y notowane są na rynku papierów wartościowych i podlegają zmienności tak jak inne papiery wartościowe; **wysokie** dla krótkiego okresu (1-2 lata); ryzyko spada wraz z wydłużeniem horyzontu inwestycyjnego
8	**ryzyko niewywiązywania się z warunków emisji**	**niskie do wysokiego** (w zależności od jakości emitenta i nałożonych kowenantów; im wyższy kupon tym ryzyko wyższe); **niższe** w przypadku inwestowania w obligacje *via* fundusz specjalistyczny	**brak ryzyka**
9	**ryzyko agencji (tj. pojawienia się konfliktu pomiędzy emitentem a interesariuszami (obligatariuszami, bankami)**	**niskie do wysokiego -** w zależności od jakości emitenta; brak porozumienia pomiędzy obligatariuszami, bankiem finansującym, a zarządem emitenta może prowadzić do niewywiązywania się z warunków emisji	**bardzo niskie** - REIT-y, ze względu na powtarzalne emisje instrumentów udziałowych w formie ofert publicznych (pierwotnych i wtórnych); transparentność REIT-ów ogółem jest wyższa niż innych spółek giełdowych, podobnie jak zakres stosowania przez nie dobrych praktyk giełdowych
10	**ryzyko wysokości emisji**	**niskie do bardzo wysokiego**: obligacje o wartości emisji do 10 mln zł. postrzegane są jako najbardziej ryzykowne; **niskie** - w przypadku inwestowania przez fundusz specjalistyczny	**brak ryzyka**
11	**ryzyko zabezpieczeń**	**bardzo niskie do bardzo wysokiego** (niektóre obligacje są zabezpieczane hipoteką nieruchomości, których rzeczywista wartość jest o wiele niższa niż wycena przyjęta do emisji lub okazują się mało płynne w przypadku windykacji wierzytelności)	**brak ryzyka**
legenda	**brak lub bardzo niskie ryzyko**	**niskie ryzyko**	**ryzyko średnie (lub niejednoznaczne)**
	wysokie ryzyko	**bardzo duże ryzyko**	

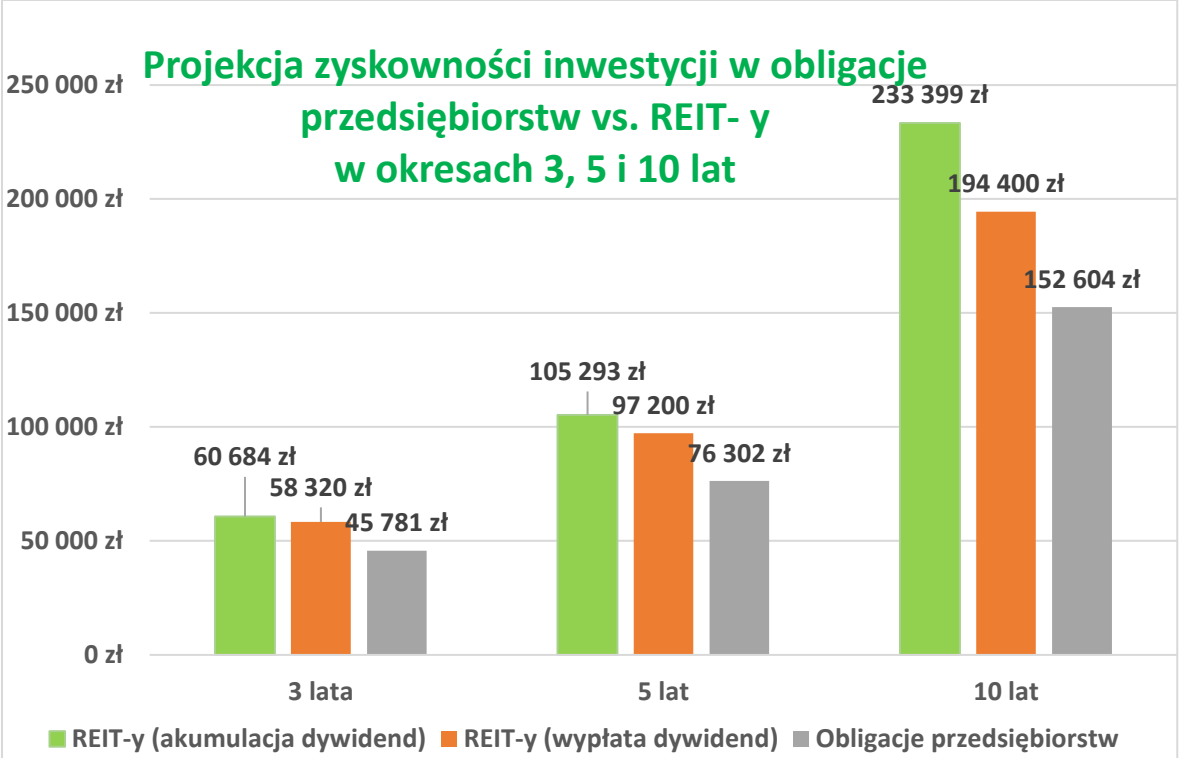
Źródło: Fundacja Edukacji i Badań nad REITs

4. Ile możemy zarobić?

Znamy więc już mocne i słabe strony obu typów inwestycji, oraz główne ryzyka związane z nimi. A ile można zarobić na inwestowaniu w obligacje przedsiębiorstw polskich vs REIT-y?

Poniżej przedstawiono projekcję zyskowności dla obu form inwestycji w okresach 3-5-10 lat. Dla wariantu obligacji korporacyjnych założono zakup obligacji trzyletnich, średniej jakości emitenta, który oferuje oprocentowanie łącznie na poziomie 6,28% (WIBOR 3M + marża 4,5%), po każdym okresie wykupu następuje reinwestycja w obligacje podobnej klasy.

Dla REIT-ów przedstawiono inwestowania w dwóch wariantach: reinwestowanie otrzymywanych dywidend[4] (REIT-y – akumulacja dywidend) oraz wariant klasyczny – z dywidendami wypłacanymi (wykres poniżej).



Założenia: Kwota inwestycji początkowej - 300 tys. zł. Podano wartość zysku brutto w zł. na koniec każdego okresu.Dla REIT-ów:średnia roczna stopa zysku 8% i albo reinwestycja dywidendy w REIT-y, lub kwartalna wypłata dywidendy; obligacje przedsiębiorstw - całkowita stopa zwrotu średnio 6,28% rocznie (WIBOR 3M+4,5% marży), kupon wypłacany kwartalnie; obligacje trzyletnie - średniej jakości emitenta, po okresie każdych 3 lat, reinwestycja w obligacje 3 - letnie podobnej jakości emitenta.

Źródło: Fundacja Edukacji i Badań nad REITs (www.fundacjaREITs.pl)

Z przedstawionej symulacji wynika, że zyskowność inwestycji w zagraniczne, giełdowe REIT-y powinna być wyższa w każdym z przyjętych okresów, z tym, że prognozowany zysk rośnie najwięcej w okresie 10 – letnim: całkowity zysk netto (po

[4] Dywidenda – część osiągniętego zysku w danym roku obrachunkowym, a wypłacanego przez przedsiębiorstwo przypadająca na akcjonariusza/udziałowca proporcjonalnie do jego udziału. REIT-y obligatoryjnie muszą wypłacać prawie cały swój zysk, aby utrzymać uprzywilejowany status podatkowy (zwolnienie z podatku CIT).

podatku Belki) w wariancie reinwestowania dywidend wynosi **ponad 233 tys. zł** w porównaniu **z ok. 195 tys. zł dla wariantu wypłacania dywidend z REIT-ów.**

Zysk netto z obligacji przedsiębiorstw wyniósłby w tym samym okresie **z ok. 152 tys. zł netto** tj. mniej od inwestycji w REIT-y odpowiednio o 81 tys. zł oraz 43 tys. zł.

Oczywiście, trzeba wziąć pod uwagę, że przedstawiona symulacja jest uproszczeniem. Realne zyski mogą się istotnie różnić od wartości podanych na wykresie, w zależności od osiąganej realnej stopy wzrostu w danym roku i stopy inflacji (stopa WIBOR 3M, dla obligacji). Warto też podkreślić, że wybrane, publiczne REIT-y europejskie mogą pochwalić się w ostatnich kilkunastu latach średnią stopą zwrotu na poziomie ok. 8% średniorocznie[5], zaś dla giełdowych REIT-ów amerykańskich – historycznie potwierdzona całkowita stopa zwrotu w okresie ostatnich 45 lat (1972-2017) wynosi ok. 12% średniorocznie[6].

Opracowanie: Fundacja Edukacji i Badań nad REITs

Zastrzeżenie prawne: Przy inwestowaniu w obligacje przedsiębiorstw czy w instrumenty udziałowe emitowane przez REIT-y należy pamiętać o wszystkich ryzykach związanym z obiema formami inwestowania. Prezentowany materiał jest tylko opisem autorskiego spojrzenia na rynek obligacji przedsiębiorstw w Polsce i real estate investment trust (REITs) jako klasę aktywów. Nie powinien być on w szczególności rozumiany jako rekomendacja inwestycyjna, analiza finansowa, usługa doradztwa inwestycyjnego, doradztwa podatkowego ani jako inna podstawa do podejmowania decyzji inwestycyjnych dotyczących inwestycji w określone instrumenty finansowe. Skorzystanie z niniejszego materiału jako podstawy bądź przesłanki do podjęcia decyzji inwestycyjnej następuje wyłącznie na ryzyko osoby, która taką decyzję podejmuje. Wszystkie opinie i prognozy przedstawione w tym opracowaniu są jedynie wyrazem najlepszej wiedzy i opinii autorów na dzień publikacji i mogą ulegać zmianie bez zapowiedzi. W takim przypadku Fundacja Edukacji i Badań nad REITs nie ma obowiązku aktualizacji tego materiału. Niniejszy materiał nie stanowi oferty w rozumieniu przepisów kodeksu cywilnego, oferty publicznej w rozumieniu przepisów ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych („Ustawa o ofercie"), jak również nie stanowi jakiejkolwiek formy promowania nabycia lub objęcia papierów wartościowych lub zachęcania do ich nabycia lub objęcia w rozumieniu art. 53 Ustawy o Ofercie.

[5] Dane Europejskiego Zrzeszenia EPRA, www.epra.com

[6] Dane Amerykańskiego Stowarzyszenia REIT-ów, NAREIT, www.reit.com