Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 11/11/2026 17:57:10

A N N A L E S
UNIVERSITATIS MARIAE CURIE-SKŁODOWSKA
LUBLIN – POLONIA
VOL. XLVII, 3 SECTIO H 2013

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, Katedra Finansów

NATALIA ŚMIEJA, MAREK PAUKA

Analiza kowenantów w obligacjach korporacyjnych emitowanych przez niebankowe spółki z branży finansowej

Covenants analysis in corporate bonds issued by the debt collection firms

Słowa kluczowe: Catalyst, rynek instrumentów dłużnych, obligacje, kowenanty

Key words: Catalyst, debt market, bonds, covenants

Wstęp

W ostatnich czterech latach rośnie znaczenie emisji obligacji w finansowaniu przedsiębiorstw. Jednocześnie sposób ustalania warunków, na jakich pozyskiwany jest ten kapitał dłużny w Polsce, wciąż pozostaje mało przejrzysty. Autorzy podjęli próbę dokonania identyfikacji, czy opisane w teorii obszary konfliktowe są pokrywane kowenantami. Z jednej strony rosnąca liczba niewykupionych obligacji, a z drugiej potrzeba stworzenia standardu kowenantów (dobrych praktyk w tym zakresie) sprawiły, że kowenanty jawią się jako istotny przedmiot badań zarówno z punktu widzenia emitenta, którego działania kowenanty wprost usztywniają, jak i inwestorów, dla których są często pośrednim sposobem monitorowania kondycji finansowej podmiotów. Ze względu na cechy emitentów próbę badawczą ograniczono do dokumentów informacyjnych dotyczących emisji obligacji spółek z branży usług finansowych (świadczących usługi windykacyjne, faktoringowe, pożyczkowe i pochodne), które w ostatnim czasie są bardzo aktywne w pozyskiwaniu kapitału na rynku obligacji. Celem opracowania jest ocena jakości stosowanych kowenantów na rynku obligacji, co zostanie osiągnięte dzięki realizacji celów pomocniczych:

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 11/11/2026 17:57:10

- identyfikacji czynników, które determinują liczbę kowenantów zawartych w warunkach emisji,
- ustaleniu płaszczyzn konfliktu pomiędzy akcjonariuszami a obligatariuszami, które są najczęściej monitorowane dzięki kowenantom,
- analizie cech wskaźników finansowych wykorzystywanych w roli kowenantów.

1. Badania nad kowenantami – dotychczasowy dorobek naukowy

Finansowaniu działalności długiem towarzyszy naturalny konflikt interesu między dwoma stronami transakcji: emitentem (reprezentowanym przez zarząd, który działa na korzyść właścicieli firmy) i wierzycielami (którzy w zamian za udostępnienie kapitałów oczekują wynagrodzenia za ponoszone ryzyko i czas inwestycji). Odmienne sposoby generowania wartości dla kapitałodawców prowadzą do powstawania kosztów agencji [Jensen i inni, 1976]. Sposobem ograniczenia tego konfliktu jest zastosowanie kowenantów w warunkach emisji długu [Smith i inni, 1979]. Według Smitha i Warnera dla każdej firmy istnieje optymalny zbiór kowenantów, który zapewnia równowagę między kosztami wdrożenia (negocjacji) i stosowania kowenantów a korzyściami płynącymi z ograniczenia ryzyka inwestycyjnego dla podmiotów zewnętrznych (hipoteza kosztownych kontraktów).

Mansi, Qi i Wald zbadali zależność pomiędzy kowenantami a ryzykiem bankructwa. Założyli oni, że skoro kowenanty są kosztowne, przedsiębiorstwa z bardziej prawdopodobnymi i „dotkliwymi" konfliktami pomiędzy akcjonariuszami i obligatariuszami będą bardziej skłonne do stosowania kowenantów. Zdaniem badaczy implikuje to dwa zjawiska. Po pierwsze, większe ryzyko bankructwa skutkuje wyższymi kosztami agencji (większe potencjalne prawdopodobieństwo konfliktów). Po drugie, firmy z większą liczbą efektywnych kowenantów są mniej narażone na bankructwo, gdyż zarządy z powodu kowenantów muszą unikać ryzykownych decyzji [Mansi i inni, 2012]. Autorzy wykazali, że niektóre rodzaje kowenantów powodują usztywnienie możliwości decyzyjnych firmy i zwiększenie ryzyka upadłości. Ponadto zaproponowali sposób mierzenia kowenantów za pomocą 22 zmiennych, z czego 15 zostało przejętych z modelu zastosowanego przez Billetta i innych [2007]. Z kolei Mansi, Qi i Wald zakwalifikowali wskazane kowenanty do ośmiu kategorii: ograniczenie płatności, ograniczenie pożyczek, ograniczenia dotyczące majątku i inwestycji, ograniczenia w emisji obligacji, dotyczące zdarzeń kredytowych, dotyczące przejęć, utrzymania zysku oraz związane z utrzymaniem ratingu. Analizy przeprowadzone przez Moir i Sudarsanama potwierdziły rolę monitorującą kowenantów, w większym stopniu zgodną z teorią agencji niż z hipotezą kosztownego kontraktowania [Moir, Sudarsanam, 2007].

Bradley i Roberts w swoich badaniach wykazali odwrotną zależność pomiędzy oprocentowaniem obligacji a obecnością kowenantów w umowach kredytowych [Bradley, Roberts, 2004]. Do podobnego wniosku doszła Reisel, zbadawszy kowenanty

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 11/11/2026 17:57:10

z obszaru aktywności finansowej i inwestycyjnej firm [Reisel, 2010]. Dotychczas prowadzone badania potwierdzają również, iż dobór kowenantów do warunków emisji nie wynika z przypadku, a ich wpływ na działalność emitenta jest niebagatelny. Nash, Netter i Poulsen doszli do wniosku, że emitenci świadomie i celowo dobierają kowenanty do perspektyw rozwoju prowadzonej działalności [Nash i inni, 2003]. Begley odnotowała, iż utrata elastyczności wywołana ograniczeniami wynikającymi z kowenantów finansowych może być bardzo kosztowna dla firm rozwojowych, których wartość w dużej mierze zależy od dokonywania inwestycji w atrakcyjne projekty [Begley, 1994].

2. Opis próby badawczej i metodyka badań

Rynek obligacji w Polsce ma już długoletnią historię, jednak popularność tego typu papierów wartościowych zaczęła dynamicznie rosnąć wraz z uruchomieniem we wrześniu 2009 r. rynku Catalyst. Próba badawcza została utworzona na bazie spółek, które wprowadziły obligacje do obrotu na rynku Catalyst w okresie od września 2009 do końca marca 2013 r., przy czym obszar działania emitentów ograniczono do podmiotów niebankowych z branży usług finansowych, a w szczególności świadczących usługi windykacyjne, faktoringowe, pożyczkowe i pochodne. Wyłączenie z analiz emitentów działających w innych sektorach wynika z potencjalnych różnic w obszarze potrzeb, możliwości rozwojowych i profilu ryzyka, co może prowadzić do stosowania odmiennych rodzajów kowenantów oraz różnic w istotności poszczególnych obszarów konfliktów agencyjnych, a także do różnych poziomów wskaźników finansowych, charakteryzujących te podmioty.

We wskazanym okresie wprowadzono do obrotu łącznie 88 serii obligacji wyemitowanych przez 24 emitentów. Z analiz wyłączono emisje przeprowadzone przez spółki celowe (ze względu na odmienny profil ryzyka) oraz fundusze inwestycyjne zamknięte. Ostatecznej analizie poddano 76 serii obligacji wyemitowanych przez 19 emitentów.

Przeprowadzone badania obejmowały analizę korelacji pomiędzy wybranymi parametrami emisji obligacji, celem oszacowania ich wpływu na liczbę kowenantów zastosowanych w warunkach emisji oraz sprawdzenia, czy liczba kowenantów jest skorelowana z kosztem długu bądź powodzeniem oferty[1]. Dokonano także jakościowej analizy kowenantów, dzieląc je na potencjalne obszary konfliktu pomiędzy właścicielami i wierzycielami (wg kryteriów zaproponowanych przez Wernera i Smitha). Analizie jakościowej poddano również restrykcje finansowe, sprawdzając, na jakich poziomach są wyznaczane kowenanty oraz jaki jest ich margines bezpieczeństwa (*financial slack*).

[1] Powodzenie oferty jest mierzone stosunkiem wartości pozyskanego kapitału do maksymalnego kapitału zaplanowanego do pozyskania.

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 11/11/2026 17:57:10

Dla firm specjalizujących się w świadczeniu usług windykacyjnych, faktoringowych, pożyczkowych i pochodnych (z wyłączeniem sektora bankowego) szybki i elastyczny dostęp do środków pieniężnych stanowi przewagę konkurencyjną oraz warunkuje możliwość i skalę prowadzenia działalności gospodarczej. Firmy te w ostatnim czasie aktywnie poszukują finansowania dłużnego, co dodatkowo daje im możliwość dywersyfikowania źródeł kapitału oraz transferowania części ryzyka na podmioty zewnętrzne.

Finansowanie działalności parabankowej wiąże się ze zwiększonym ryzykiem bankructwa i kosztów agencji. Wynika to głównie z dwóch aspektów. Po pierwsze, rodzaj prowadzonej przez firmy działalności nie wymaga ponoszenia wysokich nakładów na środki trwałe, stąd ich udział w sumie bilansowej jest zazwyczaj niższy niż dla firm produkcyjnych. Brak majątku trwałego powoduje trudności w ustanowieniu dodatkowych rzeczowych zabezpieczeń na wypadek niewypłacalności emitenta. Po drugie, dysponowanie środkami pieniężnymi pochodzącymi od wierzycieli, a przeznaczonymi bezpośrednio do zwiększenia skali działalności pożyczkowej może rodzić pokusę transferu środków do właścicieli (np. poprzez wypłatę dywidendy, skup akcji własnych, wypłatę wynagrodzeń dla kadry zarządzającej, udzielanie pożyczek akcjonariuszom) i w efekcie pozostawienia wierzycieli z „wydmuszką" (Black użył określenia *empty shell*) [Black, 1976; Black, Scholes, 1973]. Właściwe więc wydaje się postawienie tezy, iż niebankowe spółki świadczące usługi finansowe powinny w większym stopniu stosować w warunkach emisji kowenanty ograniczające swobodę działania osób zarządzających oraz dające możliwość wycofania przekazanych środków pieniężnych w przypadku oznak pogorszenia sytuacji finansowej emitenta (niekoniecznie skutkujących jego niewypłacalnością).

3. Wyniki badań

Aby określić, które zmienne decydują o liczbie stosowanych kowenantów oraz czy ich liczba determinuje wysokość wynagrodzenia za ryzyko oraz skuteczność emisji obligacji, sprawdzono korelację pomiędzy wybranymi parametrami emisji (tabela 1). Wstępna analiza wykazała, iż główny czynnik determinujący liczbę kowenantów stosowanych w warunkach emisji obligacji stanowi termin do wykupu (im dłuższy, tym więcej restrykcyjnych zobowiązań emitenta). Ponadto z analiz wynika, iż liczba kowenantów nie jest powiązana z poziomem marży ani ze stopniem uplasowania emisji, co może sugerować, iż ani emitenci nie wiążą wzrostu liczby kowenantów ze zmniejszeniem ryzyka inwestycyjnego, ani inwestorzy nie kierują się w swojej decyzji liczbą zadeklarowanych przez emitenta ograniczeń. Jednak wydaje się to zbyt dużym uproszczeniem. Na podstawie doświadczeń autorów oraz rozmów z oferującymi obligacje można zasugerować, iż jest to efektem częstych bezpośrednich relacji podmiotu oferującego obligacje z dużymi inwestorami, co powoduje

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 11/11/2026 17:57:10

dopasowanie warunków emisji obligacji (w tym liczby i rodzaju kowenantów) do ich oczekiwań.

Tabela 1. Korelacja wybranych parametrów emisyjnych (dla 76 serii obligacji)

	Marża	%_upl	L_kow	DN/KW	Z''_score	D_em	Do_wyk
Marża	1						
%_upl	**–0,540**	1					
L_kow	0,005	0,203	1				
DN/KW	0,072	0,002	–0,053	1			
Z''_score	–0,178	0,185	–0,060	–0,114	1		
D_em	–0,194	0,183	–0,094	0,225	–0,075	1	
Do_wyk	–0,231	0,310	**0,574**	–0,133	0,072	0,111	1

Marża – marża ponad określoną przez emitenta stawkę WIBOR lub różnica pomiędzy oprocentowaniem stałym a stawką WIBOR odpowiadającą częstotliwości płatności odsetek, określoną na dzień emisji lub przydziału, %_upl – poziom uplasowania emisji, L_kow – liczba kowenantów, DN/KW – wskaźnik długu netto do kapitałów własnych wg danych za ostatnie dostępne przed emisją roczne sprawozdanie finansowe, Z''_score – wskaźnik ryzyka bankructwa Altmana dla spółek z rynków wschodzących[2], d_em – data przydziału lub data emisji obligacji, do_wyk – liczba miesięcy od dnia emisji do dnia wykupu obligacji

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 2. Korelacja wybranych parametrów emisyjnych (dla 72 serii obligacji[3])

	Marża	%_upl	L_kow	DN/KW	Z''_score	D_em	Do_wyk
Marża	1						
%_upl	**–0,534**	1					
L_kow	–0,037	0,245	1				
DN/KW	0,062	0,008	–0,086	1			
Z''_score	–0,184	0,432	**0,620**	–0,247	1		
D_em	–0,201	0,198	0,037	0,253	–0,264	1	
Do_wyk	–0,240	0,323	**0,604**	–0,139	0,325	0,151	1

Źródło: opracowanie własne.

[2] W obliczeniu wskaźnika Altmana zamiast rynkowej wartości kapitałów własnych zastosowano księgową wartość kapitałów własnych, co wynika z faktu, iż nie wszyscy emitenci obligacji mają wprowadzone do obrotu papiery udziałowe.

[3] Z wyłączeniem 2 serii obligacji Pragma Faktoring oraz 2 serii Prime Car Management (ze względu na wskaźnik Z''-Score).

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 11/11/2026 17:57:10

Wykluczając z analizy cztery obserwacje, ze względu na odstające wartości wskaźnika Z''-Score, dodatkowo istotną dodatnią korelację wykazała liczba kowenantów ze wspomnianym wskaźnikiem (tabela 2), co sugeruje, że liczba kowenantów rośnie wraz ze spadkiem ryzyka bankructwa, co jest sprzeczne z główną tezą artykułu i z wnioskami z badań zagranicznych. Możliwe wyjaśnienie stanowi dodawanie kowenantów przez emitentów będących w dobrej kondycji finansowej, którzy nie obawiają się ryzyka ich złamania.

Istotną ujemną korelacją odznacza się poziom marży odsetkowej i skuteczność emisji obligacji (mierzona poziomem uplasowania emisji), co prowadzi do wniosku, że im niższa marża, tym większe prawdopodobieństwo wyższego uplasowania emisji. Wyjaśnienia tej relacji można szukać w fakcie, że niska marża sugeruje niskie ryzyko, co zachęca inwestorów do inwestycji. Nie ma to jednak bezpośredniego potwierdzenia w obserwacji zależności pomiędzy poziomem marży a poziomem ryzyka mierzonym wskaźnikiem Z''-Score Altmana[4]. Brak zależności między marżą a wskaźnikiem Z''-Score może wskazywać, iż nie jest to najlepszy miernik ryzyka inwestycji w obligacje spółki. Jednocześnie należy zauważyć wyższą korelację wskaźnika Altmana z poziomem uplasowania emisji, co oznacza, iż przy wyższym ryzyku inwestorzy bardziej powstrzymują się od powierzania środków pieniężnych spółce.

W swoim artykule z 1979 r. Smith i Warner, rozpoczynając dyskusję w zakresie zastosowania kowenantów, zidentyfikowali cztery główne obszary konfliktu pomiędzy właścicielami firmy i wierzycielami użyczającymi jej finansowania dłużnego. Autorzy stwierdzili, iż obligatariusze zapłacą niższą cenę za obligacje celem kompensaty ryzyka transferu majątku w wyniku materializacji któregoś z potencjalnych obszarów konfliktu. Świadomi tego emitenci mogą przeciwdziałać niechęci inwestorów, stosując różnego rodzaju kowenanty zobowiązujące właścicieli i zarządzających spółką do podejmowania lub powstrzymywania się od podejmowania określonych działań. W niniejszym artykule przeprowadzono analizę kowenantów wybranej jednorodnej grupy emitentów w kontekście ich zastosowania w neutralizowaniu konfliktu między dawcami kapitału własnego i obcego.

Niebankowi emitenci z branży usług finansowych generują dla obligatariuszy szczególnie wysokie ryzyko transferu środków pieniężnych (możliwość wypłaty płynnego kapitału akcjonariuszom) oraz ryzyko niedoinwestowania. Oba te ryzyka mogą zostać ograniczone przez zastosowanie restrykcji w zakresie wypłaty dywidend, co z jednej strony ogranicza swobodę dysponowania zgromadzonym kapitałem, z drugiej niejako wymusza alokowanie zatrzymanych środków w projekty o dodatniej NPV (co sugerował już Myers i co jest zgodne z teorią kosztownych kontraktów).

[4] Zastosowanie wskaźnika Altmana jest podyktowane jego prostotą i popularnością. Za pomocą tego wskaźnika emitentów ocenia w Polsce popularny wśród inwestorów portal Stockwatch.pl. Wskaźnik w ocenie kowenantów stosowali m.in. Nash i inni [2003].

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 11/11/2026 17:57:10

Problem niedoinwestowania można również ograniczyć, wprowadzając obowiązek utrzymywania wskaźników finansowych (w szczególności w odniesieniu do zadłużenia) w granicach zadeklarowanych poziomów. Wówczas właściciele spółki są bardziej zainteresowani podejmowaniem atrakcyjnych projektów, gdyż wskutek niższej dźwigni finansowej w większym stopniu partycypują w płynących z nich korzyściach [Myers, 1977][5].

Wydaje się, że świadomość powyższych rodzajów ryzyka została dostrzeżona również w polskich warunkach, co potwierdza wysoki udział liczby serii obligacji zawierających kowenanty odnoszące się do dywidendy (30%) lub poziomu zadłużenia (60%) (por. tabela 3).

Tabela 3. Kowenanty a obszary konfliktu akcjonariuszy i obligatariuszy*

Transfer wartości do właścicieli (*dividend payment*)	**Rozwodnienie zobowiązań (*claim dilution*)**
• liczba emitentów: 8 • liczba serii obligacji: 23 • najczęstsze rodzaje kowenantów: – wypłata dywidendy: 42,1% emitentów / 30,3% serii – skup akcji własnych: 21,1% / 14,5%	• liczba emitentów: 13 • liczba serii obligacji: 45 • najczęstsze rodzaje kowenantów: – wskaźnik zadłużenia (różnie definiowany): 68,4% emitentów / 59,2% serii – zakaz ustanawiania zabezpieczeń: 15,8% / 13,2%
Substytucja aktywów (*asset substitution*)	**Niedoinwestowanie (*underinvestment*)**
• liczba emitentów: 12 • liczba serii obligacji: 41 • najczęstsze rodzaje kowenantów: – zakaz udzielania pożyczek: 21,1% emitentów / 13,2% serii – zmiana profilu działalności lub zaprzestanie prowadzenia działalności: 36,8% / 42,1%	• liczba emitentów: 0 • liczba serii obligacji: 0 • najczęstsze rodzaje kowenantów: brak

* W powyższym podziale nie uwzględniono tych kowenantów, których jednoznaczna interpretacja budzi wiele wątpliwości.

Źródło: opracowanie własne na podstawie dokumentów informacyjnych i not informacyjnych emitentów.

Dodatkowo emitenci często zobowiązują się do kontynuowania prowadzonej działalności oraz zachowania jej dotychczasowego profilu, co pozwala uniknąć ryzyka finansowania innych celów niż zamierzone.

Przyglądając się bliżej kowenantom finansowym, można zauważyć dużą różnorodność w zakresie doboru i definiowania wskaźników finansowych ograniczających działania emitentów, co może prowadzić do trudności z bezpośrednim porównaniem poziomów dopuszczalnego zadłużenia w firmach (tabela 4).

Najczęściej stosowanym przez spółki wskaźnikiem jest relacja długu netto (zobowiązań finansowych pomniejszonych o środki pieniężne) do wartości kapi-

[5] Należy jednak mieć na uwadze, iż nadmiar gotówki w firmie może prowadzić do podejmowania projektów z ujemnym NPV [Begley, 1994].

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 11/11/2026 17:57:10

tałów własnych (DN/WK). Alternatywę stanowi relacja zadłużenia finansowego do kapitałów własnych emitenta, przy czym wskaźnik ten określa się zazwyczaj na nieco wyższym poziomie, co może wynikać z pominięcia wartości środków pieniężnych w jego konstrukcji. Jednak sam poziom graniczny tego wskaźnika (traktowany jako maksymalny poziom ryzyka wynikającego z dźwigni finansowej) nie przekłada się na premię za ryzyko akceptowalną przez inwestorów, co pokazuje rysunek 1.

Tabela 4. Podstawowe wskaźniki finansowe emitentów

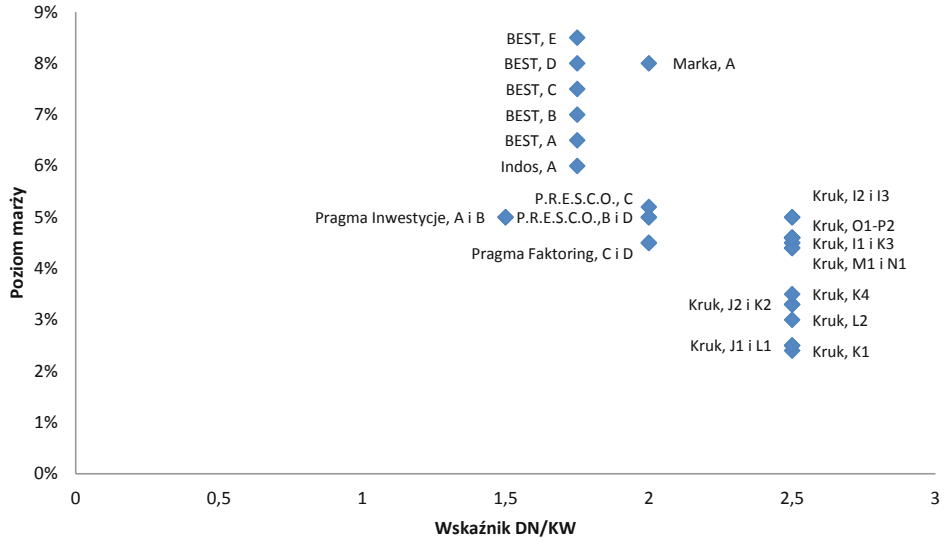
	WN	Z/KW	ZF/KW	DN/KW	DN/EBITDA
AOW Faktoring, seria A	strata	–	–	–	–
AOW Faktoring, seria B	–	–	4,0	–	–
BEST, serie A–E	–	–	–	1,75	–
Debt Trading Partners, seria A	–	4,0	–	–	–
Electus, seria C	strata	uchwała	–	–	–
Fast Finance, seria D	–	–	3,0	–	–
Fast Finance, seria E	–	–	2,5	–	–
INDOS, seria A	–	–	–	1,75	–
Kredyt Inkaso, serie S02–S05	–	–	2,0	–	–
Kredyt Inkaso, serie U01–U03	–	–	2,5	–	–
Kruk, serie I1–P2	–	–	–	2,5	–
Kruk, serie M1–P2	–	–	–	2,5	4,0
Marka, seria A	–	–	–	2,0	–
Pragma Faktoring, seria C i D	–	–	–	2,0	–
Pragma Inwestycje*, seria A i B	–	–	–	1,5	–
P.R.E.S.C.O. Group, seria B, C i D	–	–	–	2,0	–
Prime Car Management, seria A i B	–	–	2,0	–	–

Z – zadłużenie całkowite, ZF – zadłużenie finansowe (najczęściej: dług oprocentowany, czasem z uwzględnieniem poręczeń, gwarancji, przystąpienia do długu oraz dodatkowo sumy wycen transakcji pochodnych), DN – dług netto (dług oprocentowany pomniejszony o stan środków pieniężnych i ich ekwiwalentów), KW – bilansowa wartość kapitałów własnych, WN – wynik netto. Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego (Z/KW), wskaźnik zadłużenia finansowego (ZF/KW), wskaźnik długu netto do kapitałów własnych (DN/KW).

* Według definicji emitenta do zadłużenia finansowego nie jest wliczana kwota pożyczki otrzymana od Pragma Inkaso, w kwocie do 10 mln zł (seria A) lub 13 mln zł (seria B).

Źródło: opracowanie własne na podstawie dokumentów informacyjnych i not informacyjnych emitentów.

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 11/11/2026 17:57:10



Rysunek 1. Marża odsetkowa[6] a graniczny akceptowalny poziom wskaźnika DN/KW

Źródło: opracowanie własne na podstawie dokumentów informacyjnych, not informacyjnych i sprawozdań finansowych emitentów.

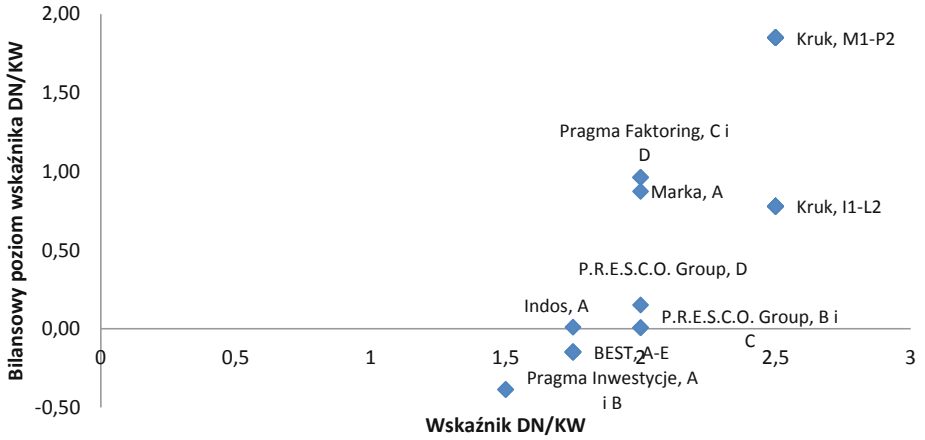
Można jednak zauważyć względnie bezpieczny luz finansowy (*financial slack*), będący różnicą pomiędzy granicznym akceptowalnym poziomem wskaźnika (kowenant) a rzeczywistym poziomem wskaźnika wynikającym z danych finansowych emitenta (rysunek 2).

Przekroczenie dopuszczalnych limitów wskaźników finansowych określonych w kowenantach stanowi podstawę do żądania natychmiastowego wykupu[7] obligacji przez ich posiadaczy, jednak należy pamiętać, iż wartość wskaźnika mierzona jest na wskazany dzień bilansowy, co oznacza, iż pomiędzy datami, na które określany jest poziom wskaźnika, emitent może zaniechać przestrzegania poziomów kowenantów.

[6] Marża odsetkowa była liczona jako różnica pomiędzy oprocentowaniem stałym a stawką WIBOR odpowiadającą częstotliwości płatności odsetek w ciągu roku, a wyznaczoną w dniu dokonania przydziału obligacji. Dla obligacji o zmiennym oprocentowaniu marża odsetkowa stanowi premię ponad określoną stawkę WIBOR.

[7] Prawo żądania natychmiastowego wykupu rzadko kiedy oznacza, iż obligacje zostaną wykupione niezwłocznie po otrzymaniu takiego żądania. Najczęściej emitent zastrzega, iż wykup nastąpi po określonym czasie od otrzymania żądania.

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 11/11/2026 17:57:10



Rysunek 2. Zależność pomiędzy bilansowym poziomem wskaźnika DN/KW a wartością kowenantów

Dane wg sprawozdania finansowego za ostatni rok obrotowy dostępny przed emisją obligacji. Dla spółki Pragma Inwestycje z długu netto wyłączono pożyczki udzielone od podmiotu powiązanego (zgodnie z definicją wskaźnika określonego przez spółkę.

Źródło: opracowanie własne na podstawie dokumentów informacyjnych, not informacyjnych i sprawozdań finansowych emitentów.

Dodatkowo świadomość obowiązku wykazania rzeczywistej wartości wskaźnika na dany dzień może prowadzić do pokusy manipulacji wynikami lub stosowania zabiegów księgowych [por. Beneish i inni, 1993; Sweeney, 1994], dzięki którym, pomimo wzrostu ryzyka finansowania działalności, obligatariusz nie będzie uprawniony do żądania wykupu obligacji. Przykładem zmniejszenia zadłużenia jest stosowanie faktoringu w okresach, w których wskaźniki są poddawane kontroli.

Zakończenie

Analiza badanej grupy emitentów i warunków emitowanych przez nich obligacji wskazuje, że dotychczas liczba kowenantów była słabo skorelowana z większością ważnych dla inwestorów parametrów emisji (poza okresem do wykupu). W szczególności symptomatyczny dla słabego rozwoju polskiego rynku długu korporacyjnego jest niski poziom korelacji między kowenantami a poziom ryzyka wymaga pogłębienia badań, gdyż z doświadczeń rynkowych można wysnuć wniosek, że na liczbę i jakość kowenantów wpływ mają inwestorzy i pośrednicy finansowi, a same kowenanty są bonusem stosowanym przez emitentów o dobrej kondycji finansowej, co byłoby zgodne z wynikami badań niniejszego artykułu. Kowenanty stosowane przez badanych emitentów pokrywały przede wszystkim ryzyko substytucji aktywów oraz rozwodnienia zobowiązań i nieco rzadziej transfery do akcjonariuszy. Należy

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 11/11/2026 17:57:10

również wskazać, iż emitenci posługiwali się różnymi wskaźnikami, z których najbardziej popularny był wskaźnik zadłużenia kapitałów własnych, jednak warte podkreślenia jest zróżnicowanie w obszarze definicji składników poszczególnych wskaźników, co utrudnia porównywanie emisji poszczególnych emitentów między sobą oraz ustalanie przejrzystych relacji między ryzykiem a stopą oprocentowania, a na rynku wtórnym – stopą zwrotu.

Bibliografia

1. Begley J., *Restrictive covenants included in public debt agreements: an empirical investigation*, "Working paper", University of British Columbia, 1994.
2. Beneish M.D., Press E, *Costs of Technical Violation of Accounting-Based Debt Covenant*, "The Accounting Review" 1993, vol. 68, no. 2.
3. Billett M.T., King T.-H.D., Mauer D.C., *Growth opportunities and the choice of leverage, debt maturity, and covenants*, "Journal of Finance" 2007, vol. 62, no. 2.
4. Black F., *The Dividend Puzzle*, "Journal of Portfolio Management" 1976, no. 2.
5. Black F., Scholes M., *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*, "Journal of Political Economy" 1973, vol. 81, no. 3.
6. Bradley M., Roberts. M., *The Structure and Pricing of Corporate Debt Covenants*, "Working paper" 2004, Duke University.
7. Jensen M.C., Meckling W.H., *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and capital structure*, "Journal of Financial Economics" 1976, no. 3.
8. Mansi S.A., Qi Y., Wald J.K., *Debt Covenants and Bankruptcy Risk*, "Working paper Virginia Tech" 2012, Concordia University.
9. Moir L., Sudarsanam S., *Determinants of financial covenants and pricing of debt in private debt contracts: the UK evidence*, "Accounting and Business Research" 2007, vol. 37, no. 2.
10. Myers S.C., *Determinants of corporate borrowing*, "Journal of Financial Economics" 1977, nr 5.
11. Nash R., Netter J., Poulsen A., *Determinants of Contractual Relations Between Shareholders and Bondholders: Investments Opportunities and Restrictive Covenants*, "Journal of Corporate Finance" 2003, nr 9.
12. Reisel N., *On the value of restrictive covenants: An empirical investigation of public bond issues*, "Working Paper" 2010, Southern Methodist University.
13. Smith C., Warner. J., *On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants*, "Journal of Financial Economics" 1979, nr 7.
14. Sweeney A.P., *Debt Covenant Violations and Managers' Accounting Responses*, "Journal of Accounting and Economics" 1994, 17.

Covenants analysis in corporate bonds issued by the debt collection firms

The increasing importance of the long term corporate bonds as a source of financing of Polish enterprises contributes to the growing importance of the issue terms in determining the risk of investing in bonds. The aim of this study was to assess the quality of covenants used in the bond contracts by identifying the factors that determine the number of covenants contained in the issue terms, the determination of the grounds of the conflict between shareholders and bondholders, which are usually covered by covenants and to conduct analysis of the characteristics of financial ratios, which are used as financial covenants.