

Przesłanki i uwarunkowania publicznej emisji obligacji korporacyjnych w Polsce

Maciej Pawłowski*

Streszczenie: *Cel* – Celem artykułu jest przegląd i ocena uwarunkowań emisji obligacji korporacyjnych w trybie oferty publicznej w warunkach polskiego rynku kapitałowego.

Metodologia badania – Badanie oparte jest na analizie i ocenie źródeł literaturowych i prawnych. Prowadzone rozważania wzbogacono o *case study* spółek korzystających z finansowania na rynku obligacji w drodze oferty publicznej.

Wynik – W ramach dociekań ustalono, że współcześnie obowiązujące regulacje prawne stwarzają korzystne warunki dla finansowania na rynku obligacji w drodze oferty publicznej. Wskazano także, że w świetle dotychczasowych doświadczeń praktycznych, publiczna emisja obligacji korporacyjnych jest instrumentem wykorzystywanym przez spółki giełdowe i przedsiębiorstwa o ugruntowanej pozycji na rynku.

Oryginalność/wartość – Artykuł podejmuje stosunkowo nową problematykę dotyczącą oceny zmian legislacyjnych, które nastąpiły w 2013 roku. Z naukowego i praktycznego punktu widzenia wartość artykułu konstatuje fakt, że odnosi się on do zagadnień relatywnie nowych i stosunkowo rzadko podejmowanych.

Słowa kluczowe: obligacje, obligacje korporacyjne, emisja długu, emisja publiczna

Wprowadzenie

Rynek obligacji korporacyjnych w Polsce ma stosunkowo długą historię, zapoczątkowaną wraz przemianami ustrojowymi w 1989 roku. Pomimo wieloletniej tradycji oraz intensywnie zachodzącym zmianom w jego strukturze i otoczeniu, formuła funkcjonowania rynku obligacji korporacyjnych zasadniczo opiera się na emisjach prywatnych, obejmowanych w całości przez agenta emisji lub kierowanych do obrotu wtórnego skoncentrowanego w zdecentralizowanej sieci banków, biur i domów maklerskich odpowiedzialnych za organizację procesu finansowania. Tak sformułowany model funkcjonowania omawianego rynku cechuje niewielka przejrzystość w zakresie warunków i zasad emisji długu oraz prowadzonych systemów transakcyjnych, co utrudnia możliwość gromadzenia i upowszechnienia szczegółowych danych odnoszących się do parametrów emisji obligacji wprowadzonych na rynek pierwotny, jak również liczby i częstotliwości transakcji zawieranych na rynku wtórnym.

* dr Maciej Pawłowski, Uniwersytet Warszawski, Wydział Zarządzania, Katedra Finansów i Rachunkowości, Pracownia Zarządzania Finansami Przedsiębiorstwa, ul. Szturmowa 1/3, 02-678 Warszawa, e-mail: mkpawlowski@wz.uw.edu.pl.

W świetle powyższych uwag wprowadzających, w artykule podjęto próbę oceny przesłanek i uwarunkowań emisji obligacji korporacyjnych w trybie oferty publicznej. Ocenie poddano zarówno regulacje prawne, konstytuujące zasady przeprowadzenia publicznej emisji długu, jak również aspekty ekonomiczne, odnoszące się do konsekwencji wyboru określonego trybu emisji papierów dłużnych.

1. Tryby i warunki emisji obligacji korporacyjnych – przegląd rozwiązań legislacyjnych

Definiując tryby emisji obligacji, ustawodawca przewidział trzy potencjalne możliwości przeprowadzenia oferty dłużnych papierów wartościowych (Ustawa 1995: art. 9):

- emisję niepubliczną, określaną w terminologii rynkowej emisją prywatną lub zamkniętą,
- emisję publiczną z wewnętrznym jej podziałem na:
 - a) emisję publiczną przeprowadzaną w oparciu o zapisy ustawy o *ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu i spółkach publicznych*,
 - b) emisję publiczną z pominięciem zapisów ustawy przytoczonej w punkcie a).

Tryb emisji zamkniętej ma miejsce wówczas, gdy propozycja nabycia obligacji korporacyjnych skierowana jest do grona indywidualnie oznaczonych adresatów w liczbie nie przekraczającej 149 podmiotów. W literaturze podkreśla się, że przeprowadzenie niepublicznej oferty papierów dłużnych następuje poprzez złożenie przez emitenta oświadczenia woli zawarcia umowy w trybie ofertowym, zaproszenia do rokowań lub przetargu ograniczonego gronem wyselekcjonowanych inwestorów (Śliwiński, Stępniewski 2009: 41–42; Lipiec-Warzecha 2010: 177–178). Rozwiązania stosowane w praktyce dowodzą natomiast, że w ramach emisji prywatnej oferta kierowana jest do kilku bądź kilkunastu podmiotów, z którymi prowadzone są indywidualne negocjacje (Michalak 2007: 131).

Procesowi ofertowania potencjalnych obligatariuszy w trybie emisji zamkniętej towarzyszy ustawowy obowiązek udostępnienia przez emitenta informacji charakteryzujących emisję oraz sytuację majątkowo-finansową spółki (Cichy 2012: 213). Zasadą jest, że w odniesieniu do obligacji zmaterializowanych prawa i obowiązki stron stosunku obligacyjnego, wynikającego z papieru wartościowego, określone są w treści jego dokumentu. Z kolei zastąpienie tradycyjnej formy papieru wartościowego zapisem elektronicznym rodzi potrzebę sporządzania odrębnej dokumentacji – warunków emisji – regulującej zakres praw i obowiązków stron transakcji oraz charakteryzującej parametry długu. Ponadto, emitenci prowadzący działalność dłużej niż rok zobowiązani są do przedstawienia sprawozdania finansowego, sporządzonego na dzień bilansowy przypadający nie wcześniej niż 15 miesięcy przed datą publikacji warunków emisji, wraz z opinią biegłego rewidenta. W ramach obowiązków informacyjnych emitent zobowiązany jest także do udostępniania obligatariuszom rocznych sprawozdań finansowych, opatrzonych opinią biegłego rewidenta, w czasie

trwania stosunku obligacyjnego, licząc od dnia emisji do czasu całkowitego umorzenia długu (Ostaszewski i in. 2009: 270).

Istotnym czynnikiem charakteryzującym emisję realizowaną w trybie oferty prywatnej jest generalny zakaz publicznego poszukiwania inwestorów – promocja oferty odbywać się może wyłącznie w gronie oznaczonych adresatów nieprzekraczających ustawowo określonej liczebności (149 jednostek).

Podstawowym czynnikiem kontrastującym emisję prywatną i emisję publiczną jest liczebność zbiorowości, do której kierowana jest oferta sprzedaży papierów wartościowych. W myśl ustawodawstwa, za ofertę publiczną należy uznać udostępnienie co najmniej 150 osobom lub nieoznaczonemu adresatowi, w dowolnej formie i w dowolny sposób, informacji o papierach wartościowych i warunkach ich nabycia, które stanowią wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych papierów wartościowych (Ustawa 2005: art. 3).

Procedura publicznego trybu emisji obligacji korporacyjnych może zostać przeprowadzona w dwóch zasadniczych wariantach – przy zachowaniu rygoru ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego obrotu oraz o spółkach publicznych lub z wyłączeniem zapisów tejże ustawy. Oba rodzaje oferty w istotny sposób różnicuje zakres obowiązków informacyjnych stawianych przed przedsiębiorstwem emitującym obligacje.

W pierwszym wariantcie na emitencie ciąży obowiązek sporządzenia prospektu emisyjnego, podlegającego zatwierdzeniu przez Komisję Nadzoru Finansowego, oraz udostępnieniu jego treści do publicznej wiadomości. Jeżeli jednak przedsiębiorstwo, w ciągu 12 miesięcy poprzedzających nową emisję, uplasowało walory o łącznej wartości nominalnej nie przekraczającej 2.500.000 euro bądź wyemitowane walory są gwarantowane bezwarunkowo i nieodwołalnie przez Skarb Państwa lub organy administracyjne państw członkowskich Unii Europejskiej, obowiązek prospektowy zostaje zastąpiony obligatoryjnym przygotowaniem memorandum informacyjnego. Dokument ten, mimo zawężonej treści względem prospektu emisyjnego, także podlega zatwierdzeniu przez Komisję Nadzoru Finansowego oraz wymagane jest jego upublicznienie. Szczególną cechą analizowanego trybu emisji obligacji jest również ustawowy wymóg rejestracji i ewidencji instrumentów finansowych w systemie depozytowo-rozliczeniowym Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych¹.

Drugi wyróżniony sposób przeprowadzenia publicznej oferty obligacji korporacyjnych charakteryzuje zwolnienie emitenta z obowiązku sporządzenia, zatwierdzenia oraz publikowania prospektu emisyjnego i memorandum informacyjnego. Podstawą wyłączenia spod obowiązków informacyjnych jest skierowanie oferty papierów wartościowych do grona klientów profesjonalnych. Zbliżony, *quasi*-profesjonalny charakter, przypisano także

¹ W odniesieniu do pozostałych dwóch sposobów emisji długu, dematerializacja i rejestracja walorów finansowych na rynku pierwotnym przeprowadzona zostać może w ewidencji: firmy inwestycyjnej, banku, Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych lub spółki uprawnionej przez KDPW do realizacji wyżej wskazanych operacji. Rygor pośrednictwa KDPW pojawia się wyłącznie w przypadku wprowadzenia instrumentów na zorganizowany rynek wtórny.

inwestorom nabywającym papiery wartościowe, których jednostkowa wartość nominalna jest nie mniejsza niż równowartość 100.000 euro, względnie, gdy inwestorzy nabywają jednorazowo w ramach danej oferty walorów portfel instrumentów o łącznej wartości nie mniejszej niż 100.000 euro (Ustawa 2005: art. 7). W analizowanym trybie emisji obligacji korporacyjnych proces emisyjny przebiega w sposób właściwy dla emisji zamkniętej.

2. Przesłanki wyboru oferty publicznej jako trybu emisji długu

Zestawienie regulacji prawnych charakteryzujących tryby emisji obligacji korporacyjnych nieuchronnie prowadzi do identyfikacji przesłanek wyboru przez emitenta odpowiedniego rozwiązania.

Atrakcyjność trybu emisji niepublicznej konstituuje stosunkowo szybka i nieskomplikowana procedura emisyjna. Ponadto, z uwagi na ograniczone obowiązki informacyjne emitenta oraz dużą elastyczność w zakresie liczby podmiotów uczestniczących w procesie emisji obligacji, tryb oferty zamkniętej wiąże się z niższym (pozaodsetkowym) kosztem dostępu do kapitału względem pozostałych rozwiązań. Kierowanie propozycji nabycia obligacji do oznaczonych adresatów umożliwia nadto dobór pożądaną przez emitenta grupy wierzycieli (Kozuń-Cieślak 2008: 86).

Ograniczenie adresatów oferty do kilku lub kilkunastu podmiotów rodzi jednak ryzyko płynności, co w konsekwencji implikuje wzrost oczekiwań przyszłych obligatariuszy w zakresie rentowności oferowanych im walorów oraz wpływa negatywnie na preferowany horyzont inwestycji. Oceniając tryb emisji prywatnej należy także rozważyć kwestię skuteczności emisji, u podstaw której leży silnie ograniczone grono potencjalnych kapitałodawców. Przyjąć zatem można, że w ramach emisji niepublicznej oferowane są wysoko nominalowe wolumeny obligacji cechujące się wyższym oprocentowaniem i krótszym czasem trwania stosunku obligacyjnego w relacji do analogicznych ofert przeprowadzanych w trybie publicznym. Obserwuje się więc relatywny wzrost kosztów finansowania wynikający z poziomu oprocentowania i ograniczonego efektu skali w odniesieniu do kosztów przygotowania emisji obligacji.

Przeprowadzenie emisji obligacji w trybie oferty publicznej przeznaczonej do publicznego obrotu niweluje negatywne konsekwencje odnotowane w przypadku emisji prywatnej. Skierowanie oferty do nieograniczonego kręgu inwestorów zwiększa prawdopodobieństwo sukcesu emisji oraz tworzy podstawy do zapewnienia płynności rynku. W analizie emisji publicznej nie mniej istotny jest aspekt marketingowy, bowiem wprowadzenie papierów wartościowych do obrotu publicznego świadczy o wysokiej jakości emitenta, pozycjonując jednocześnie emitowane przez niego papiery wartościowe w kategoriach inwestycji o niskim profilu ryzyka. Pozytywny wpływ poddania się emitenta ocenie rynkowej przejawia się także w niwelowaniu barier dostępu do kapitału w przyszłości (Nawrot 2006: 161–166).

Główny wątek dyskusji poświęconych negatywnym aspektom emisji obligacji korporacyjnych w trybie oferty publicznej skierowanej do publicznego obrotu koncentruje się na

prawnym obowiązku upublicznienia informacji zawartych w prospekcie emisyjnym lub memorandum inwestycyjnym. Udostępnienie do publicznej wiadomości wewnętrznych dokumentów spółki rodzi ryzyko osłabienia pozycji konkurencyjnej emitenta. Niemniej jednak rozważenia wymaga rzeczywisty ciężar prawnych wymogów informacyjnych. Przypuszczać można, że kształtuje się on odmiennie w odniesieniu do poszczególnych grup emitentów. Publiczne spółki akcyjne z natury prawa zobligowane są do udostępnienia wskazanej dokumentacji, stąd też w przypadku zasileń finansowych realizowanych na rynku obligacji, obowiązek informacyjny polega na powieleniu wcześniej upublicznionych danych charakteryzujących spółkę. Waga obowiązku prospektowego zdecydowanie silniej może wpływać na decyzje spółek niepublicznych, zorganizowanych w formie spółki akcyjnej, spółki z o.o. i spółki komandytowo-akcyjnej, w przypadku których przeprowadzenie emisji obligacji w trybie oferty publicznej wiąże się z prezentacją informacji objętych dotychczas tajemnicą. Uwzględniając powyższe, analizowany tryb emisji obligacji charakteryzuje bardziej sformalizowana procedura przeprowadzenia oferty, co jednocześnie wydłuża czas pozyskania kapitału oraz zwiększa koszty dostępu do źródła finansowania.

W podsumowaniu przeprowadzonej charakterystyki stwierdzić można, że emisja obligacji korporacyjnych w trybie oferty publicznej przeznaczonych do publicznego obrotu jest rozwiązaniem właściwym dla przedsiębiorstw absorbujących kapitał dłużny o wysokiej wartości. Zachodzi wówczas możliwość wykorzystania efektu skali, sprzyjającego obniżeniu kosztów pozyskania funduszy, przy jednoczesnym ograniczeniu ryzyka nieskutecznej emisji.

Ostatni wyróżniony sposób przeprowadzenia oferty obligacji – tryb emisji publicznej z przeznaczeniem do obrotu prywatnego – łączy zalety obu przedstawionych rozwiązań. Regulacje tego procesu emisyjnego umożliwiają oferowanie papierów wartościowych w sposób publiczny, bez konieczności spełnienia kosztownych i czasochłonnych wymogów formalnych i prawnych. Skierowanie oferty do teoretycznie nieograniczonego kręgu adresatów² otwiera szansę na pozyskanie funduszy, których wartość nie byłaby możliwa do osiągnięcia w ramach oferty prywatnej (Kozuń-Cieślak 2008: 86). Rozważany tryb emisji obligacji względem oferty zamkniętej charakteryzuje nadto wyższy poziom kosztu odsetkowego wynikającego z ograniczonej płynności instrumentów.

² Należy tutaj pamiętać o ustawowym ograniczeniu w zakresie obrotu obligacjami emitowanymi w ramach analizowanego wariantu oferty publicznej – wysokim nominalnie obligacji lub wysokiej wartości nabywanego portfela walorów, względnie o profesjonalnym charakterze inwestorów.

3. Uwagi końcowe w świetle charakterystyki wybranych publicznych emisji obligacji korporacyjnych³

Stosownym uzupełnieniem i jednocześnie podsumowaniem dla rozważań na tle teorii i prawnych uwarunkowań publicznej emisji obligacji korporacyjnych jest przytoczenie sytuacji obserwowanej w analizowanym segmencie rynku (tab. 1).

Tabela 1

Wybrane publiczne emisje obligacji korporacyjnych w Polsce w 2014 roku

Emitent	Data przydziału	Termin wykupu obligacji	Maksymalna planowana wartość emisji [mln PLN]	Wartość przydzielonych obligacji [mln PLN]	Oprocentowanie	Wyplata odsetek	Zabezpieczenie
Organika	2014-03-06	2017-03-06	10	6,21	8,25%	co 3 miesiące	tak
Zortrax	2014-04-09	2017-03-31	10	6	9%	co 3 miesiące	nie
PKN Orlen	2014-04-17	2018-04-02	200	200	WIBOR6M +1,3%	co 6 miesięcy	nie
	2014-04-24	2020-04-09	100	100	5%	co 6 miesięcy	nie
Best	2014-04-30	2018-04-30	45	45	WIBOR3M +3,8%	co 3 miesiące	nie
	2014-07-21	2016-06-27	50	50	WIBOR6M +2,95%	co 6 miesięcy	nie
Echo Investment	2014-07-22	2016-07-02	25	25	WIBOR6M +2,85%	co 6 miesięcy	nie
	2014-10-20	2018-04-20	50	50	WIBOR6M +3,15%	co 6 miesięcy	nie
	2014-09-04	2018-03-04	75	75	WIBOR6M +3,15%	co 6 miesięcy	nie
PCC Rokita	2014-04-17	2019-04-17	5	5	5,5%	co 3 miesiące	nie
	2014-10-15	2019-10-15	25	25	5,5%	co 3 miesiące	nie
Best	2014-10-30	2018-10-30	50	50	6%	co 3 miesiące	nie
Ghelamco Invest	2014-12-19	2019-06-16	50	50	WIBOR6M +3,5%	co 6 miesięcy	tak
Capital Park	2014-12-23	2017-12-23	65	53,89	WIBOR3M +4,3%	co 3 miesiące	nie

Źródło: opracowanie własne na podstawie: www.michaelstrom.pl (data dostępu: 20.02.2015r.).

Zaprezentowane dane wskazują, że walory emisji obligacji korporacyjnych realizowanej w trybie oferty publicznej wykorzystują przede wszystkim spółki o wysokich potrzebach kapitałowych i to w nich upatrywać należy źródła pozytywnego oddziaływania na

³ Analizie poddane zostaną wybrane emisje obligacji korporacyjnych spośród tych, które zostały zrealizowane po nowelizacji ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (DzU 2013, poz. 433), tj. po 23 kwietnia 2013 r.

charakter i formułę funkcjonowania krajowego rynku obligacji korporacyjnych. Przytoczyć tu należy przykład spółki Echo Investment, plasującej papiery dłużne o łącznym nominalne 200 mln zł czy spółkę PKN Orlen, która przeprowadziła emisję w kwocie 300 mln zł. Wyodróżnione przypadki łączy nie tylko relatywnie wysoka wartość emisji, przełamująca nieco przekonanie o niewielkiej głębokości polskiego rynku długu korporacyjnego, ale również fakt, że oferty przeprowadzone zostały w trybie publicznym dedykowanym inwestorom indywidualnym. W tym kontekście godny odnotowania jest fakt, że publiczne emisje obligacji realizowane przez PKN Orlen oraz Best cieszyły się niezwykle dużym zainteresowaniem wśród inwestorów. W obu przypadkach popyt przewyższył podaż papierów wartościowych, a inwestorzy wypełnili pełną pulę zapisów zaledwie po czterech dniach od momentu rozpoczęcia się subskrypcji. Analogiczną sytuację zaobserwowano w przypadku emisji realizowanej przez PCC Rokita, gdzie skala popytu na papiery dłużne zaowocowała 57% stopą redukcji (www.michaelstrom.pl).

Łącząc powyższe z charakterem obowiązujących regulacji prawnych stwierdzić należy, że publiczna emisja obligacji korporacyjnych jest korzystnym rozwiązaniem dla przedsiębiorstwa. Gwarantuje ona bowiem dotarcie do świadomości szerszego grona inwestorów, zwiększając tym samym pulę potencjalnie gromadzonych środków finansowych oraz ograniczając ryzyko nieskutecznej emisji. Jednak pomimo powyższego, analizowana legislacja uwypukla atrakcyjność emisji prywatnej względem obu wariantów oferty publicznej⁴, co w konsekwencji przyczynić się może do dominacji trybu emisji zamkniętej i wszelkich tego konsekwencji dla rynku obligacji korporacyjnych (np. utrzymania się niewielkiej płynności i głębokości rynku, zaburzonej przejrzystości i sprawności rynku wtórnego czy podaży kapitału ograniczonej do grona inwestorów instytucjonalnych).

Literatura

- Cichy J. (2012), *Bank spółdzielczy na rynku obligacji Catalyst w Polsce*, w: *Współczesna bankowość spółdzielcza*, red. A. Szelągowska, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa.
- Kozuń-Cieślak G. (2008), *Obligacje komunalne. Instrument dłużny dla jednostek samorządu terytorialnego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Lipiec-Warzecha L. (2010), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Wolters Kluwer Polska sp. z o.o., Warszawa.
- Michalak A. (2007), *Finansowanie inwestycji w teorii i praktyce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Nawrot W. (2006), *Emisja akcji w Polsce w nowej europejskiej perspektywie*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa.
- Obligacje komunalne. Zagadnienia prawne, finansowe, praktyczne*, red. P. Śliwiński, M. Stępniewski (2009), TWIGGER, Warszawa.
- Ostaszewski J., Cicirko T., Kreczmańska-Gigol K., Russel P. (2009), *Finanse spółki akcyjnej*, Difin, Warszawa.
- Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach, DzU nr 83, poz. 420.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzenia instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, DzU 2005, nr 185, poz. 1439.
- www.michaelstrom.pl.

⁴ Głównie z uwagi na obowiązki informacyjne nakładane na przedsiębiorstwa planujące zrealizować emisję obligacji w trybie oferty publicznej.

PREMISES AND CONDITIONS OF THE PUBLIC ISSUE OF CORPORATE BONDS IN POLAND

Abstract: *Purpose* – The aim of this article is to review and evaluate the conditions of the public corporate bond issue in the Polish capital market.

Design/methodology/approach – The survey is based on the analysis and evaluation of literature and legal sources. Conducted considerations enriched with case studies of companies benefiting from funding in the bond market through a public offering.

Findings – Studies allow to state that the legal regulations create beneficial conditions for financing in the bond market through a public offering. It was also noted that in the light of practical experience a public issue of corporate bonds is mainly used by companies quoted on stock exchange and companies with a strong position in the market.

Originality/value – Article is focused on a relatively new issues concerning the assessment of legislative changes that occurred in 2013. From a scientific and practical point of view the value of the article constituted the fact that it relates to relatively new and rarely taken issues.

Keywords: bonds; corporate bonds; debt issue, public issue

Cytowanie

Pawłowski M. (2015), *Przesłanki i uwarunkowania publicznej emisji obligacji korporacyjnych w Polsce*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 855, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 74, t. 1, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 153–160; www.wneiz.pl/frfu.