

Jacek Grzywacz
Państwowa Wyższa Szkoła Zawodowa w Płocku

Kamil Gemra
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

PIERWSZA EMISJA OBLIGACJI W FORMULE OFERTY KASKADOWEJ NA PRZYKŁADZIE PCC ROKITA SA

Wstęp

Rynek Catalyst we wrześniu 2014 roku świętował swoje piąte urodziny. Przez ten czas stał się ważnym katalizatorem pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorstwa. Uruchomienie Catalyst pokazało również, że przepisy dotyczące emisji obligacji nie są precyzyjne, a ponadto nie nadążają za praktyką rynkową. W kwietniu 2013 roku weszła w życie nowelizacja ustawy o ofercie, które wprowadziła nowe możliwości pozyskiwania kapitału z emisji obligacji. Jedną z tych możliwości jest emisja kaskadowa. Jako pierwsza na taką emisję zdecydowała się spółka PCC Rokita, którą można już nazwać pionierem Rynku Catalyst.

Celem artykułu jest ocena nowych regulacji dotyczących oferty kaskadowej oraz przeanalizowanie w praktyce zasad funkcjonowania takiej oferty. Na tej podstawie podjęto próbę określenia, jak nowe regulacje wpłyną na rynek w przyszłości.

1. Obligacje źródłem kapitału

Problem, jak sfinansować działalność przedsiębiorstwa towarzyszy jego założycielom już na starcie. Automatycznie wręcz pojawia się pytanie o wybór, a być może przede wszystkim o dostępność kapitału dla danego przedsiębiorstwa. Jest to problem zarówno na starcie działalności jak również w dalszym toku jej prowadzenia. Zarówno literatura ekonomiczna jak i praktyka gospodarcza przedstawiają dosyć szerokie możliwości pozyskiwania źródeł kapitału. Można mieć nieodparte wrażenie, że występują swego rodzaju mody na określone źródła finansowania działalności.

Kapitał w przedsiębiorstwie może być klasyfikowany według najrozmaitszych kryteriów. W zależności od źródeł pochodzenia można wyróżnić kapitał pozyskiwany ze źródeł zewnętrznych i wewnętrznych. Wewnętrzne źródła finansowania są wypracowywane przez dane przedsiębiorstwo. Źródłem takiego finansowania są środki pozyskiwane w skutek przekształceń majątkowych bądź pozyskiwane przez gromadzenie środków finansowych.¹ Natomiast źródła zewnętrzne pochodzą ze środków wypracowanych przez inne podmioty, takie jak banki czy szeroko rozumiani inwestorzy z rynku kapitałowego.

Ważnym elementem kapitału obcego, szczególnie w przypadku większych spółek są emisje papierów dłużnych. Rozróżniamy bony komercyjne, które są instrumentami o zapadalności do jednego roku oraz obligacje, których zapadalność przekracza jeden rok. Krótkoterminowe papiery dłużne są dyskontowymi instrumentami finansowymi i służą finansowaniu

¹ J. Ickiewicz, *Pozyskiwanie, koszt i struktura kapitału w przedsiębiorstwach*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2004, s. 29.

potrzeb przedsiębiorstwa. Są swego rodzaju pożyczką zaciąganą na rynku pieniężnym. Problemem w tego typu transakcjach jest mnogość przepisów regulujących ich emitowanie, ponieważ emitent może opierać się na kodeksie cywilnym, prawie wekslowym oraz na ustawie o obligacjach. To sprawia, że przedsiębiorstwa niechętnie sięgają po tego typu rozwiązania, a kierują się zdecydowanie bardziej ku obligacjom.

Obligacja to swego rodzaju pożyczka do której spłaty w warunkach emisji zobowiązuje się jej emitent.² Ustawa o obligacjach pozwala na dość swobodne kształtowanie stosunku zobowiązaniowego wynikającego z obligacji.³ Stąd też praktyka rynkowa wykształciła wiele rodzajów obligacji. Ze względu na rodzaj emitenta obligacje dzielimy na:

- obligacje korporacyjne, których emitentami są przedsiębiorstwa oraz instytucje finansowe,
- obligacje komunalne, których emitentami są jednostki samorządu terytorialnego (np. miasta, gminy) lub związki tych jednostek,⁴
- obligacje spółdzielcze, których emitentami są banki spółdzielcze,
- obligacje skarbowe, których emitentem jest Skarb Państwa,

Istotnym podziałem ważnym dla inwestorów jest podział obligacji ze względu na długość okresu do wykupu. Przedstawia się on następująco:

- obligacje krótkoterminowe – o okresie od daty emisji do daty wykupu nie dłuższym niż jeden rok,
- obligacje średnioterminowe – o okresie wykupu od 1 roku do 5 lat,
- obligacje długoterminowe – o okresie wykupu powyżej 5 lat.⁵

Praktyka rynkowa wskazuje, że z perspektywy zarówno inwestorów indywidualnych jak i emitentów kluczowym jest podział ze względu na konstrukcję oprocentowania:

- obligacje o stałym oprocentowaniu,
- obligacje o zmiennym oprocentowaniu,
- obligacje zerokuponowe (dyskontowe).

Kupon odsetkowy obligacji o stałym oprocentowaniu jest dla każdego okresu odsetkowego równy, obliczany z użyciem stałej stopy procentowej. Kupując takie obligacje inwestor jest w stanie wyliczyć wszystkie przychody z takiego instrumentu, czyli poszczególne płatności odsetkowe i wykup kapitału. Oprocentowanie nominalne nie ulega zmianie w zależności od warunków makroekonomicznych, stopy inflacji, kursów walut i tym podobnych czynników. Stopa zwrotu z takiej inwestycji zależy od wielkości oprocentowania oraz ceny nabycia takiej obligacji. Warto znać zależność, iż przy pozostałych warunkach bez zmiany, im wyższa cena nabycia, tym niższa stopa zwrotu.

Dla obligacji o zmiennym oprocentowaniu kupon w poszczególnych okresach odsetkowych jest wyliczany na podstawie stopy procentowej określonej zgodnie z podaną w warunkach emisji formułą. Dla obligacji denominowanych w złotych zgodnie z rekomendowanym standardem obligacji zaleca aby oprocentowanie w danym okresie odsetkowym stanowiło sumę stopy bazowej i marży. Stopę bazową stanowi stawka WIBOR o okresie odpowiadającym okresowi odsetkowemu. Oznacza to, że oprocentowanie obligacji może być różne w każdym z okresów odsetkowych. Oprocentowanie na kolejny okres odsetkowy ustalane jest bezpośrednio przed jego rozpoczęciem. Sprawia to, że tak wyliczona stawka stanowi podstawę do wyliczenia kuponu odsetkowego płatnego na końcu tego okresu odsetkowego.⁶ Zakładając, że do wykupu obligacji pozostaje więcej niż jeden okres odsetkowy, inwestor nie

² A. Sławiński, *Rynki Finansowe*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006, s. 30.

³ Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach (Dz.U. 1995 nr 83 poz. 420).

⁴ K. Jajuga, *Obligacje*, PWE, Warszawa 2006, s. 21-22.

⁵ K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje. Instrumenty finansowe. Aktywa niefinansowe. Ryzyko finansowe. Inżynieria finansowa*, Warszawa 2008, s. 34-35.

⁶ K. Borowski, *Banki inwestycyjne na polskim rynku finansowym*, [w:] *Instytucje rynku finansowego w Polsce*, A. Szelańska (red.), CeDeWu, Warszawa 2007, s. 145.

jest w stanie dokładnie obliczyć wysokości przychodów odsetkowych z obligacji o zmiennym oprocentowaniu. Analizując zakup takiej obligacji inwestor musi przeanalizować także prognozę kształtowania się stawki bazowej (WIBOR) w okresie do wykupu obligacji.⁷

Obligacje zerokuponowe nie posiadają kuponów odsetkowych. W dacie wykupu inwestor otrzymuje kwotę równą wartości nominalnej obligacji. Stopa zwrotu z takiej obligacji jest zależna od ceny jej nabycia, wynikającej z dyskonta, z jakim inwestor nabył taką obligację. Obligacje zerokuponowe sprzedawane są na rynku pierwotnym po cenie niższej od wartości nominalnej. Począwszy od daty emisji cena obligacji wyznaczana przez płynny rynek będzie niższa od wartości nominalnej. Stopa dyskonta będzie zatem miarą stopy zwrotu z inwestycji w obligację.⁸ Obligacje tego typu są mało popularne na rynku Catalyst i nie cieszą się zainteresowaniem ze strony inwestorów, którzy preferują jednak przepływ gotówki w czasie trwania obligacji. Z tego powodu na rynku Catalyst jest tylko kilka serii obligacji zerokuponowych.

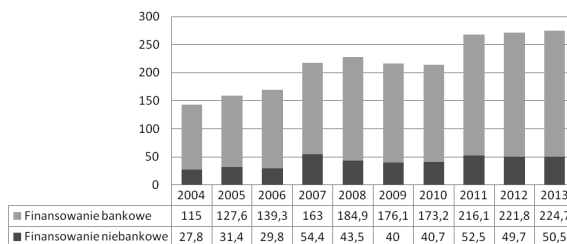
Oprócz klasycznego podziału na kapitał własny i obcy, coraz częściej przedsiębiorstwa mają do czynienia z kapitałem hybrydowym. Ten rodzaj finansowania polega na korzystaniu z instrumentów będących połączeniem tradycyjnych form finansowania obcego z prawami pochodnymi. Tak pozyskany kapitał ma zarówno cechy kapitału własnego jak i obcego. Jedną z form finansowania hybrydowego są obligacje zamienne na akcje. Takie obligacje posiadają wbudowaną opcję zamiany na akcje według ustalonego parytetu. Są one sprzedawane jako instrument dłużny, który przynosi inwestorowi określony dochód, jednak konstrukcja umożliwia zamianę posiadanych obligacji na określoną liczbę akcji zwykłych emitenta w ustalonej cenie. Konstrukcja ta sprawia, że koszt emisji obligacji jest niższy, ponieważ nabywcy tych obligacji liczą się z możliwością zamiany tego typu papierów dłużnych na akcje.⁹

2. Finansowanie przedsiębiorstw w Polsce

Każdego roku Narodowy Bank Polski publikuje raporty podsumowujące stan rozwoju rynku finansowego. W nich zawarte są dane dotyczące struktury finansowania przedsiębiorstw w Polsce.

Analiza danych wskazuje, że głównym źródłem kapitału jest finansowanie bankowe. Na przestrzeni lat 2004 – 2013 wartość zapotrzebowania na finansowanie wzrosła ze 142,8 mld zł do 275,2 mld zł. W analizowanym okresie podwoiła się wartość finansowania bankowego. Natomiast mniejszą dynamikę miało finansowanie niebankowe. Ponadto przedstawione dane obrazują zapaść w finansowaniu przedsiębiorstw w 2009 i 2010 roku, czyli w kulminacyjnych momentach kryzysu finansowego.

Wykres 1. Struktura finansowania przedsiębiorstw w Polsce, dane w mld zł



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zamieszczonych w raportach NBP podsumowujących dany rok na rynku finansowym.

⁷ W. Bień, *Rynek papierów wartościowych*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2004, s. 45.

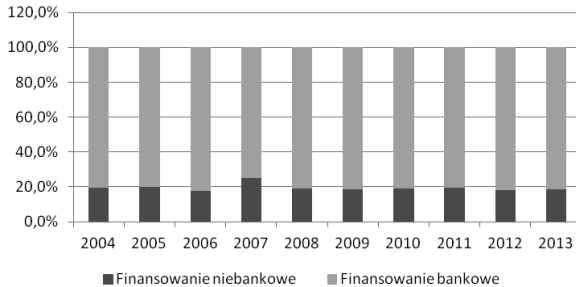
⁸ F. Fabozzi, *Rynki obligacji. Analiza i strategię*, wydawnictwo WIG-Press, Warszawa 1999, s. 15-19 oraz 165-175.

⁹ R. Jagiełło, *Bankowość korporacyjna*, [w:] *Współczesna bankowość*, M. Zaleska (red.), Difin, Warszawa 2007, s. 167.

Widać wyraźnie, że po 2010 roku wzrosło zapotrzebowanie na finansowanie, a także banki chętniej zaczęły go udzielać.

Dane dotyczące struktury finansowania zostały również przedstawione według procentowych udziałów. Na tej podstawie można stwierdzić, że finansowanie bankowe odpowiada za około 80 procent zapotrzebowania przedsiębiorstw na kapitał. Reszta to finansowanie niebankowe. Jedynie w 2007 roku doszło do wyraźnego wzrostu udziału finansowania niebankowego w strukturze co należy łączyć ze szczytem hossy na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Procentowy podział struktury finansowania przedstawia wykres 2.

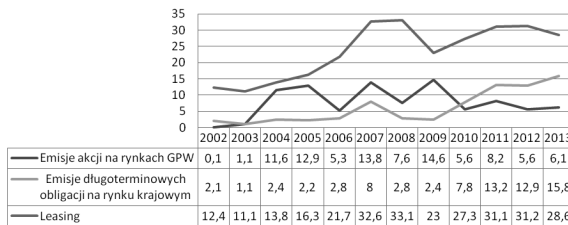
Wykres 2. Procentowa struktura finansowania przedsiębiorstw w Polsce



Źródło: opracowanie własne.

Dominującą rolę w finansowaniu niebankowym odgrywa leasing. Wynika to z łatwiejszych procedur jego uzyskiwania niekiedy nawet niż kredyt bankowy. Ponadto leasing jest znacznie prostszą formą pozyskiwania kapitału niż emisje obligacji, czy akcji. Leasing przez przedsiębiorstwa w Polsce wykorzystywany jest głównie do finansowania zakupów środków trwałych, szczególnie do finansowania zakupów samochodów. Dane dotyczące niebankowego finansowania przedstawia wykres 3.

Wykres 3. Struktura finansowania niebankowego przedsiębiorstw w Polsce, dane w mld zł



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zamieszczonych w raportach NBP podsumowujących dany rok na rynku finansowym.

Wartość kapitału pozyskiwana z emisji akcji podlegała dosyć sporym wahaniom w zaprezentowanym okresie. Nie można wyznaczyć jednego trendu ze względu na to, że wpływ na dane mają jednorazowe duże transakcje. Przykładem może być rok 2009, który był rekordowy pod względem pozyskania kapitału z emisji akcji, ale wynikało to z nowej emisji akcji w PKO BP oraz PGE, które łącznie pozyskały blisko 11 mld zł. Bez tych transakcji wartość tak pozyskanego kapitału byłaby znacząco niższa.

Inaczej sytuacja wygląda przy emisjach obligacji. Można bowiem zauważyć znaczący wzrost popularności tego instrumentu w latach 2010 – 2013. Można przypuszczać, że ma to związek z pojawieniem się na jesieni 2009 roku rynku Catalyst. Przedsiębiorstwa chętniej

korzystały z tej formy finansowania, dzięki między innymi niższej premii za płynność dla inwestorów, ponieważ obligacje miały rynek gdzie mogły być notowane. Ponadto warto zwrócić uwagę, że na przełomie 2009 i 2010 roku doszło do załamania na rynku kredytowania firm o czym wspomniano wcześniej. Na potwierdzenie tej tezy można przytoczyć dane obrazujące, że w latach 2010-2013 firmy pozyskały łącznie 49,7 mld zł z emisji obligacji wobec 23,8 mld pozyskanych w latach 2002-2009, kiedy to nie było zorganizowanego rynku obrotu obligacjami.

3. Nowe regulacje prawne

Kontynuując rozważania z poprzedniej części artykułu trzeba spojrzeć na uwarunkowania prawne dotyczące sposobów pozyskiwania kapitału. Na potrzeby tego artykułu uwaga została skupiona na przepisach dotyczących nowych emisji obligacji. Kluczowym aktem prawnym regulującym emisje jest Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych.

W 2013 roku doszło do ważnej nowelizacji tej ustawy poprzez wprowadzenie Ustawy z dnia 8 marca 2013 roku o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw.¹⁰ Obowiązuje ona od 23 kwietnia 2013 roku. Najważniejsze zmiany jakie zaszły w ustawie dotyczące emisji obligacji są następujące:

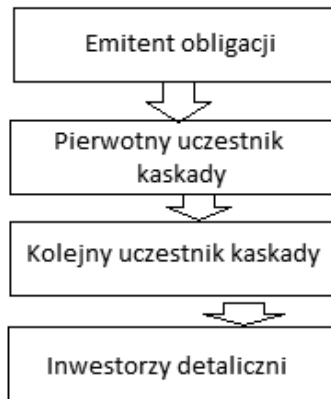
- zmiana definicji publicznej oferty,
- zmiana zasad prowadzenia akcji promocyjnej przy emisji papierów wartościowych,
- możliwość publicznej emisji papierów wartościowych bez zatwierdzania dokumentu ofertowego przez KNF,
- wprowadzenie instytucji oferty kaskadowej,
- sankcje administracyjne i karne.

Zmiana definicji oferty publicznej dotyczy tego, że od nowelizacji ustawy oferta publiczna jest to oferta kierowana do co najmniej 150 osób lub nieoznaczonego adresata. Wcześniej definicja mówiła o co najmniej 100 osobach lub nieoznaczonym adresacie. Zatem po nowelizacji oferta prywatna jest kierowana do maksymalnie 149 osób, a nie jak wcześniej do 99 osób.

Nowelizacja ustawy wprowadziła również instytucję oferty kaskadowej, która jest nowym sposobem pozyskiwania kapitału. Dotyczy ona papierów wartościowych nie udziółowych. Oferta kaskadowa polega na odsprzedaży objętych papierów wartościowych przez nabywców na podstawie prospektu emisyjnego bez udziału emitenta, na podstawie warunków „własnej” oferty. Pomiędzy emitentem i uczestnikami dalszych poziomów kaskady nie zachodzą relacje kontraktowe. Uczestnikami kolejnych etapów oferty kaskadowej mogą być: bank, instytucja kredytowa, firma inwestycyjna, zagraniczna firmę inwestycyjną lub konsorcjum tych podmiotów. Ponadto, uczestnik oferty kaskadowej przeprowadza ofertę w terminach i na warunkach przez niego określonych. Schemat oferty kaskadowej prezentuje rysunek 1.

¹⁰ Dz. U. 2013. 433.

Rysunek 1. Schemat oferty kaskadowej



Źródło: opracowanie własne.

Wraz z pojawieniem się oferty kaskadowej nasuwają się wątpliwości z nią związane. Można bowiem zadać następujące pytania:

- Jak będzie wyglądał poziom dyskonta pomiędzy emitentem, a pierwszym uczestnikiem kaskady?
- Czy inwestorzy będą chcieli kupować obligacje z różnymi poziomami cenowymi?
- Czy w przypadku ofert pojawi się kilku uczestników kaskady, którzy z kolei będą konkurować pomiędzy sobą o inwestorów poziomem ceny sprzedawanych obligacji?
- Kiedy nastąpi dematerializacja papierów wartościowych i wprowadzenie ich do obrotu?

Założeniem oferty kaskadowej jest to aby emitent prowadził zapisy na obligacje jeden dzień i w tym samym dniu aby dochodziło do przydziału obligacji. Te obligacje obejmuje pierwsza instytucja w kaskadzie. Jednocześnie od momentu przydziału do obligacji naliczane są już odsetki. Następnie obligacje są sprzedawane albo do kolejnej instytucji w kaskadzie, albo już do właściwych inwestorów. Niestety trudno określić czy w ogóle, a jeśli tak to w jakiej wysokości oferowane jest dyskonto do ceny emisyjnej. Ponadto tak jak zostało napisane wcześniej inwestorzy mogliby kupować obligacje z różnymi poziomami cenowymi, co może być dla wielu inwestorów sporym zaskoczeniem. Osobną kwestią jest to kiedy nastąpi dematerializacja papierów, na którym poziomie kaskady. Te wszystkie kwestie muszą zostać wyjaśnione w praktycznym działaniu takiej emisji. Na dzień 28 lutego 2015 r. doszło tylko do jednej emisji tego typu.

4. Analiza przypadku oferty kaskadowej

PCC Rokita to firma szybko reagująca na zmiany w przepisach, które oferują nowe możliwości pozyskiwania kapitału. Spółka po sukcesie pierwszego programu publicznej emisji obligacji¹¹ zdecydowała się na wykorzystanie oferty kaskadowej wraz z uruchomieniem drugiego programu publicznej emisji obligacji. Wiceprezes zarządu PCC Rokita Rafał Zdon tak skomentował w materiałach przesłanych do mediów powody uruchomienia oferty kaskadowej:

Zawsze dążyliśmy do tego, żeby obligacje PCC Rokita były łatwo dostępne dla inwestorów i systematycznie im oferowane. Zeszłoroczna nowelizacja przepisów umożliwiła zastosowanie

¹¹ K. Gemra, *Finansowanie przedsiębiorstw za pomocą programu publicznej emisji obligacji na przykładzie PCC Rokita SA*, Przedsiębiorstwa, banki i regiony w gospodarce, Wydawnictwo PWSZ w Płocku, Płock 2014, s. XXX

mechanizmu oferty kaskadowej i jako pierwsza spółka w Polsce postanowiliśmy ją wykorzystać właśnie do osiągnięcia tego celu.

Założenia do drugiego programu publicznej emisji wyglądały następująco:

1. W ramach II Programu Emisji Obligacji Spółka emituje 220 000 sztuk obligacji zwykłych na okaziciela serii BA o wartości nominalnej 100 złotych każda, o łącznej wartości nominalnej 22 000 000 złotych. Są to obligacje serii BA.
2. Oprocentowanie obligacji serii BA będzie stałe i będzie wynosiło 5,5% w skali roku.
3. Oprocentowanie wypłacane będzie w okresach co 3 miesiące.
4. Spółka wykupi Obligacje serii BA w terminie 5 lat od dnia ich przydziału, z zastrzeżeniem prawa Spółki do wcześniejszego wykupu Obligacji.
5. Obligacje serii BA nie będą zabezpieczone.
6. Emisja Obligacji serii BA może zostać podzielona na transze.
7. Obligacje serii BA uprawniają wyłącznie do świadczeń pieniężnych.

Spółka zdecydowała, że emisja Obligacji serii BA podzielona będzie na: Transzę Otwartą i Transzę Kaskadową. W Transzy Otwartej oferowanych było 50 000 sztuk Obligacji serii BA. W Transzy Kaskadowej oferowanych było 170 000 Obligacji serii BA. Publiczna Oferta Obligacji serii BA została przeprowadzona w następujących terminach:

- rozpoczęcie Publicznej Oferty oraz przyjmowania zapisów w Transzy Otwartej - 7 kwietnia 2014 r.
- zakończenie przyjmowania zapisów w Transzy Otwartej 11 kwietnia 2014 r.
- publikacja informacji o ilości Obligacji oferowanych w Transzy Kaskadowej 14 kwietnia 2014 r.
- rozpoczęcie przyjmowania zapisów w Transzy Kaskadowej 16 kwietnia 2014 r.
- zakończenie przyjmowania zapisów w Transzy Kaskadowej 16 kwietnia 2014 r.
- Przydział Obligacji serii BA został dokonany przez Zarząd Emitenta w dniu 17 kwietnia 2014 r.

Z powyższych informacji należy zauważyć, że transza otwarta dotyczyła sprzedaży obligacji o wartości nominalnej do 5 mln zł w trybie oferty publicznej dla każdego inwestora indywidualnego. Natomiast transza kaskadowa obejmowała sprzedaż obligacji spółki do Domu Maklerskiego BDM, który następnie miał odsprzedawać obligacje inwestorom indywidualnym w kolejnych transzach.

Cena sprzedaży Obligacji oferowanych w Kaskadowej Publicznej Ofercie Sprzedaży uwzględnia wartość nominalną wynoszącą 100,00 złotych oraz odsetki od Obligacji należne na dzień przypadający w drugim dniu roboczym, następującym po dniu dokonania zapisu na Obligacje. Przeniesienie własności Obligacji serii BA objętych zapisem następowało w drugim dniu roboczym następującym po dniu dokonania zapisu. Cena sprzedaży zależała zatem od dnia złożenia zapisu. Pierwsza transza obejmowała 40 000 sztuk obligacji o wartości nominalnej 100 zł każda. Należy zwrócić uwagę, że obligacje serii BA wyemitowane przez PCC Rokita SA w momencie uruchomienia pierwszej transzy kaskadowej były notowane na Catalyst.

Rozpoczęcie zapisów w pierwszej transzy kaskadowej nastąpiło 20 maja, a planowo miało zakończyć się 12 czerwca, lub w momencie gdy liczba zapisów przekroczy liczbę oferowanych obligacji. Pierwszy okres odsetkowy Obligacji serii BA rozpoczął się od daty przydziału, tj. 17 kwietnia 2014 r. (włącznie z tym dniem). Każdy kolejny okres odsetkowy zaczyna się w kolejnym dniu po dacie ostatniego dnia poprzedniego okresu i kończy po upływie trzech miesięcy. Cenę sprzedaży obligacji w poszczególnych dniach zawiera tabela 1.

Tabela 1. Cena sprzedaży obligacji w transzy kaskadowej według daty zapisu

Dzień złożenia zapisu	cena sprzedaży	Dzień złożenia zapisu	cena sprzedaży
2014-05-20	100,54	2014-06-01	100,72
2014-05-21	100,56	2014-06-02	100,74
2014-05-22	100,6	2014-06-03	100,75
2014-05-23	100,62	2014-06-04	100,77
2014-05-24	100,62	2014-06-05	100,81
2014-05-25	100,62	2014-06-06	100,83
2014-05-26	100,63	2014-06-07	100,83
2014-05-27	100,65	2014-06-08	100,83
2014-05-28	100,66	2014-06-09	100,84
2014-05-29	100,71	2014-06-10	100,86
2014-05-30	100,72	2014-06-11	100,87
2014-05-31	100,72	2014-06-12	100,92

Źródło: opracowanie własne na podstawie warunków emisji.

Zainteresowanie obligacjami było duże o czym świadczy fakt, że zapisy zakończono po dwóch dniach ze względu na wyczerpanie się transzy.

Kolejna kaskadowa transza dotyczyła znowu sprzedaży 40 000 sztuk obligacji i została przeprowadzona w następujących terminach:

- rozpoczęcie Publicznej Oferty oraz przyjmowania zapisów 23 czerwca 2014 r.,
- zakończenie przyjmowania zapisów 4 lipca 2014 r.

Ceny sprzedaży według dni zapisu zostały zawarte w tabeli 2.

Tabela 2. Cena sprzedaży obligacji w transzy kaskadowej według daty zapisu

Dzień złożenia zapisu	cena sprzedaży
2013-06-23	101,05
2013-06-24	101,07
2013-06-25	101,08
2013-06-26	101,13
2013-06-27	101,15
2013-06-28	101,15
2013-06-29	101,15
2013-06-30	101,16
2013-07-01	101,18
2013-07-02	101,19
2013-07-03	101,24
2013-07-04	101,25

Źródło: opracowanie własne na podstawie warunków emisji.

W tym wypadku zapisy trwały znacznie dłużej, ale i tak skończyły się wcześniej niż planowano ponieważ transza obligacji wyczerpała się 2 lipca.

Trzecia transza w ofercie kaskadowej również obejmowała sprzedaż 40 000 sztuk obligacji. Odbywała się ona w następujących terminach:

- rozpoczęcie Publicznej Oferty oraz przyjmowania zapisów 21 lipca 2014 r.,
- zakończenie przyjmowania zapisów 29 sierpnia 2014 r.

Cena sprzedaży obligacji zawarta jest w tabeli 3.

Tabela 3. Cena sprzedaży obligacji w transzy kaskadowej według daty zapisu.

Dzień złożenia zapisu	cena sprzedaży	Dzień złożenia zapisu	cena sprzedaży	Dzień złożenia zapisu	cena sprzedaży
2014-07-21	100,11	2014-08-04	100,32	2014-08-18	100,53
2014-07-22	100,12	2014-08-05	100,33	2014-08-19	100,54
2014-07-23	100,14	2014-08-06	100,35	2014-08-20	100,56
2014-07-24	100,18	2014-08-07	100,39	2014-08-21	100,60
2014-07-25	100,20	2014-08-08	100,41	2014-08-22	100,62
2014-07-26	100,20	2014-08-09	100,41	2014-08-23	100,62
2014-07-27	100,20	2014-08-10	100,41	2014-08-24	100,62
2014-07-28	100,21	2014-08-11	100,42	2014-08-25	100,63
2014-07-29	100,23	2014-08-12	100,44	2014-08-26	100,65
2014-07-30	100,24	2014-08-13	100,50	2014-08-27	100,66
2014-07-31	100,29	2014-08-14	100,51	2014-08-28	100,71
2014-08-01	100,30	2014-08-15	100,51	2014-08-29	100,72
2014-08-02	100,30	2014-08-16	100,51		
2014-08-03	100,30	2014-08-17	100,51		

Źródło: opracowanie własne na podstawie warunków emisji.

W wypadku tej transzy zapisy trwały znacznie dłużej ponieważ zostały zakończone 5 sierpnia. Choć oczywiście jest to termin szybszy niż planowano w harmonogramie zapisów.

Ostatnia transza kaskadowa obejmowała 50 000 sztuk obligacji sprzedawanych w następujących terminach:

- rozpoczęcie Publicznej Oferty oraz przyjmowania zapisów 11 sierpnia 2014 r.,
- zakończenie przyjmowania zapisów 30 września 2014 r.

Ceny sprzedaży obligacji w poszczególnych dniach zawiera tabela 4.

Tabela 4. Cena sprzedaży obligacji w transzy kaskadowej według daty zapisu

Dzień złożenia zapisu	cena sprzedaży	Dzień złożenia zapisu	cena sprzedaży	Dzień złożenia zapisu	cena sprzedaży	Dzień złożenia zapisu	cena sprzedaży
2014-08-11	100,42	2014-08-25	100,63	2014-09-08	100,84	2014-09-22	101,05
2014-08-12	100,44	2014-08-26	100,65	2014-09-09	100,86	2014-09-23	101,07
2014-08-13	100,50	2014-08-27	100,66	2014-09-10	100,87	2014-09-24	101,08
2014-08-14	100,51	2014-08-28	100,71	2014-09-11	100,92	2014-09-25	101,13
2014-08-15	100,51	2014-08-29	100,72	2014-09-12	100,93	2014-09-26	101,15
2014-08-16	100,51	2014-08-30	100,72	2014-09-13	100,93	2014-09-27	101,15
2014-08-17	100,51	2014-08-31	100,72	2014-09-14	100,93	2014-09-28	101,15
2014-08-18	100,53	2014-09-01	100,74	2014-09-15	100,95	2014-09-29	101,16
2014-08-19	100,54	2014-09-02	100,75	2014-09-16	100,96	2014-09-30	101,18
2014-08-20	100,56	2014-09-03	100,77	2014-09-17	100,98		
2014-08-21	100,60	2014-09-04	100,81	2014-09-18	101,02		
2014-08-22	100,62	2014-09-05	100,83	2014-09-19	101,04		
2014-08-23	100,62	2014-09-06	100,83	2014-09-20	101,04		
2014-08-24	100,62	2014-09-07	100,83	2014-09-21	101,04		

Źródło: opracowanie własne na podstawie warunków emisji.

Zapisy zostały zakończone 3 września po wyczerpaniu się puli dostępnych obligacji. Łącznie w czterech transzach kaskadowych inwestorzy indywidualni nabyli obligacje o wartości nominalnej 17 mln zł.

Podsumowanie

Nowelizacja ustawy weszła w życie w kwietniu 2013 roku. Na dzień 28 lutego 2015 roku oferta kaskadowa została przeprowadzona tylko raz. Pokazuje to, że nie cieszy się ona popularnością. Może to wynikać z następujących kwestii:

- Przeprowadzenie oferty kaskadowej wymaga sporządzenia prospektu emisyjnego, który zatwierdza KNF. Zatem jest to zwykła oferta publiczna tylko z innym sposobem dystrybucji.
- Niezbędne jest pozyskanie pierwszego uczestnika kaskady, który kupuje na własne ryzyko całą emisję. Zatem oferta kaskadowa musi być prowadzona przez emitenta, którego papiery dłużne cieszą się zainteresowaniem, tak aby uczestnik kaskady miał duże prawdopodobieństwo uplasowania całej emisji.
- Inwestorzy nie rozumieją konstrukcji oferty kaskadowej i różnych poziomów cenowych. Jednak te różne poziomy są dla nich korzystne, ponieważ od momentu zapisu liczone są odsetki od obligacji. Zatem pieniądze z zapisu nie są zdeponowane na nieoprocentowanym rachunku maklerskim w domu maklerskim, aż do momentu przydziału, który odbywa się po zakończeniu zapisów. Czasami cała procedura może trwać kilkanaście dni.

Wprowadzenie możliwości prowadzenia oferty kaskadowej należy uznać za ruch w dobrą stronę, ale tego typu ofertę można traktować jako ciekawostkę. Podstawowym problemem jest znalezienie instytucji, która kupi na własne ryzyko całą emisję. Z tego tytułu będzie chciała uzyskać dodatkową premię, co może podwyższać koszty emisji. Ponadto obowiązek sporządzania prospektu emisyjnego nie zachęca do prowadzenia tego typu emisji.

Można spodziewać się, że w kolejnych kwartałach dojdzie do kilku pojedynczych emisji tego typu, ale nie będą one odgrywały istotnej roli w procesie pozyskiwania kapitału na Catalyst przez emitentów.

Bibliografia

1. Bień W., *Rynek papierów wartościowych*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2004.
2. Borowski K., *Banki inwestycyjne na polskim rynku finansowym*, [w:] *Instytucje rynku finansowego w Polsce*, A. Szelańska (red.), CeDeWu, Warszawa 2007.
3. Fabozzi F., *Rynki obligacji. Analiza i strategię*, wydawnictwo WIG-Press, Warszawa 1999.
4. Ickiewicz J., *Pozyskiwanie, koszty i struktura kapitału w przedsiębiorstwach*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2004.
5. Jagiełło R., *Bankowość korporacyjna*, [w:] *Współczesna bankowość*, M. Zaleska (red.), Difin, Warszawa 2007.
6. Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje. Instrumenty finansowe. Aktywa niefinansowe. Ryzyko finansowe. Inżynieria finansowa*, PWN, Warszawa 2008.
7. Jajuga K., *Obligacje*, PWE, Warszawa 2006.
8. Sławiński A., *Rynki Finansowe*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006.
9. Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach.
10. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych.

FINANCING COMPANIES USING CASCADE ISSUANCE OF BONDS BASED ON THE EXAMPLE OF PCC ROKITA SA

Summary

The article discusses the topic of financing company using debt capital derived from the cascade issuance of bonds. It is based on the example of PCC Rokita SA - the first company in Poland which decided to choose such form of financing. The article presents an analysis of changes in the law that allowed leading cascade issuance. In addition, conclusions regarding this type of issuance were drawn on the example of PCC Rokita. Authors of the article believe that the issue of cascade bonds will be treated as a kind of curio on the Catalyst Market but will not win huge popularity because of requirement for approval of the prospectus by the Polish Financial Supervision Authority.

Key words: Bonds, financing companies, Catalyst, cascade issuance.