



Tom 29/2019, ss. 139–149
ISSN 1644-888X
e-ISSN 2449-7975
DOI: 10.19251/ne/2019.29(9)
www.ne.pwsplock.pl

Kamil Gemra

Szkoła Główna Handlowa

PRZYSZŁOŚĆ PUBLICZNYCH EMISJI OBLIGACJI

THE FUTURE OF PUBLIC BOND ISSUES

Streszczenie

Artykuł został poświęcony publicznym emisjom obligacji i możliwym zmianom regulacyjnym w tym zakresie. Zaprezentowano w nim dane dotyczące stanu rozwoju rynku obligacji oraz przeanalizowano przeprowadzone emisje obligacji w ostatnich latach. Przeanalizowano wartości pozyskanego kapitału przez poszczególnych emitentów. Celem artykułu było przedstawienie proponowanych zmian jakie mogą mieć miejsce na rynku obligacji w ślad za wydarzeniami związanymi z niewypłacalnością dużych rozmiarów jednego z emitentów w 2018 roku. W artykule prześlędono planowane regulacje oraz motywy jakie stoją za wprowadzanymi zmianami. Następnie zaprezentowano możliwe konsekwencje tychże zmian. Według autora może okazać się,

Summary

The article is devoted to public issues of bond and possible regulatory changes in this area. It presents the data concerning the development of bond market and analyzes bond issues in recent years. It analyzes the value of the capital obtained by individual issuers. The purpose of the article is to present the possible changes that may take place on the bond market taking into consideration events related to the high insolvency of one of the issuers in 2018. The article traces the planned regulations and the motives behind the introduced changes. Then the possible consequences of these changes are presented. According to the author, it may turn out that the proposed changes will result in the loss of one of the basic bond features – flexibility.

że następstwem proponowanych zmian będzie utrata przez obligacje podstawowej cechy jaką jest ich elastyczność.

Key words: bonds, Catalyst, public issue

Słowa kluczowe: obligacje, rynek Catalyst, publiczna emisja

WPROWADZENIE

Rok 2018 w historii rynku kapitałowego niestety nie zapisze się dobrze. Poprzez niewypłacalność czołowej firmy windykacyjnej, w której na inwestycjach w obligacje swój kapitał straciło ponad 9 tys. inwestorów indywidualnych, zaufanie do rynku mocno spadło. Inwestorzy w obawie przed możliwą utratą środków przy kolejnych emisjach zaprzestali kupowania obligacji. W związku z tym nie mówimy już o rosnącym znaczeniu publicznych emisji obligacji kierowanych właśnie do tej grupy inwestorów. Po latach wzrostów wartości pozyskiwanego kapitału doszło do załamania tego trendu. Znacząco obniżyła się istotność tego źródła finansowania. Dodatkowo w reakcji na problemy rynku zaproponowano nowe rozwiązania ustawowe mające na celu ochronę inwestorów. Są to zmiany rewolucyjne, które odmienią rynek obligacji. To wszystko dzieć się będzie w dziesiątą rocznicę powstania rynku obligacji Catalyst.

Celem artykułu jest przedstawienie proponowanych zmian oraz próba przewidzenia konsekwencji z nich wynikających. Cel zostanie osiągnięty za pomocą analizy danych wtórnych.

1. ISTOTA PUBLICZNYCH EMISJI OBLIGACJI

Jedną z części rynku kapitałowego jest rynek pierwotny. Jest to ten segment w którym dochodzi do połączenia emitentów z inwestorami, czego efektem jest pozyskanie kapitału przez tych pierwszych. Decyzja o pozyskaniu kapitału ze źródeł zewnętrznych lub wewnętrznych jest jednym z kluczowych elementów zarządzania przedsiębiorstwem. W zależności od strategii i czynników wpływających na ich sytuację, przedsiębiorstwa wybierają odmienne struktury źródeł kapitału, decydując np. o wysokości dźwigni finansowej lub terminie zapadalności długu [Marszk, 2012, s. 241]. Dotyczy to również podjęcia decyzji o byciu spółką publiczną na rynku kapitałowym, co wiąże się z przestrzeganiem regulacji prawnych i obowiązków informacyjnych [Szyszka, 2014, s. 30-39].

Dobrze rozwinięty rynek kapitałowy z jego najważniejszą instytucją, jaką jest giełda papierów wartościowych może być bardzo ważnym źródłem finansowania inwestycji przedsiębiorstw, a także przekształcania mikroprzedsiębiorstw i małych przedsiębiorstw w większe jednostki gospodarcze [Wasilewska, 2005, s. 36]. Kryzys finansowy w istotny sposób zmienił warunki funkcjonowania przedsiębiorstw i w efekcie wpłynął na podejmowane przez nie decyzje [Porada-Rachoń, 2013, s. 65]. W czasach kryzysu, gdy nastąpiło zmniejszenie podaży pieniądza przez banki oraz załamanie koniunktury giełdowej wiele przedsiębiorstw napotykało problem braku kapitału. Potencjalni nowi akcjonariusze nie byli tak skłonni do inwestowania jak w czasach, gdy na giełdzie panowała hossa. Sprawilo to, że zaczęto szukać innych możliwości finansowania [Juszczak i Nagórka, 2009, s. 49]. Otwarcie rynku obligacji Catalyst w 2009 roku było właśnie odpowiedzią na potrzeby finansowe przedsiębiorstw w Polsce [Gemra, 2016, s. 35].

Sama obligacja jest papierem wartościowym o charakterze dłużnym, wyrażającym w swojej treści wierzytelność, czyli prawo do określonego w dokumencie obligacji świadczenia [Fabozzi, 2009, s. 14]. Ważną częścią rynku obligacji korporacyjnych jest rynek pierwotny, kiedy to dochodzi do pierwszej emisji danych papierów dłużnych. Jeżeli chodzi o tryb emisji obligacji to ustawodawca przewidział następujące możliwości emisji:

- emisję niepubliczną, określaną jako emisję prywatną lub zamkniętą,
- emisję publiczną przeprowadzoną w oparciu o zapisy w ustawie o ofercie publicznej lub z pominięciem zapisów tejże ustawy.

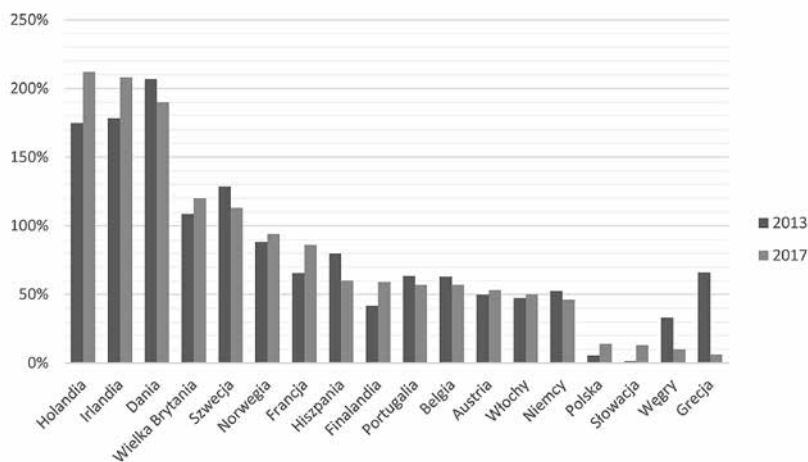
Ofertą niepubliczną (prywatną) jest proponowanie nabycia papierów wartościowych skierowane do najwyżej 149 imiennie wskazanych osób. W tym przypadku nie jest wymagane sporządzenie prospektu emisyjnego, ani memorandum informacyjnego. Emitent sporządza propozycję nabycia zgodnie z ustawą o obligacjach i udostępnia ją wybranym osobom. Przyjęcie propozycji następuje poprzez złożenie odpowiedniego oświadczenia woli oraz dokonanie wpłaty na wskazany rachunek subskrypcyjny.

Ofertą publiczną jest udostępnianie, co najmniej 150 osobom lub nieoznaczonemu adresatowi, w dowolnej formie i w dowolny sposób, informacji o papierach wartościowych i warunkach ich nabycia, stanowiących wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych papierów wartościowych. Oferta publiczna wymaga sporządzenia publicznego dokumentu informacyjnego

– prospektu emisyjnego lub memorandum informacyjnego¹, uzyskania zatwierdzenia go przez Komisję Nadzoru Finansowego oraz udostępnienia go do publicznej wiadomości. Proces przeprowadzenia oferty publicznej trwa znacznie dłużej niż w przypadku oferty prywatnej, ze względu na to, że wymaga przygotowania prospektu emisyjnego [lub memorandum informacyjnego], który musi być zatwierdzony przez Komisję Nadzoru Finansowego [Sierpińska i Bąk, 2013, s. 143]. Charakterystyka i założenia prowadzenia oferty publicznej sprawiają, że jest to najlepszy sposób dotarcia do inwestorów indywidualnych, którzy chcieliby lokować swoje środki w obligacje.

2. STAN ROZWOJU RYNKU OBLIGACJI I WYKORZYSTYWANIA PUBLICZNYCH EMISJI

Omawiając sytuację na rynku obligacji w Polsce należy przytoczyć dane obrazujące istotność tego zagadnienia. W przypadku określania znaczenia instrumentów finansowych w strukturze finansowania warto porównać ich wartość do generowanego PKB w danym kraju. Dane dotyczące obligacji przedstawia wykres 1.



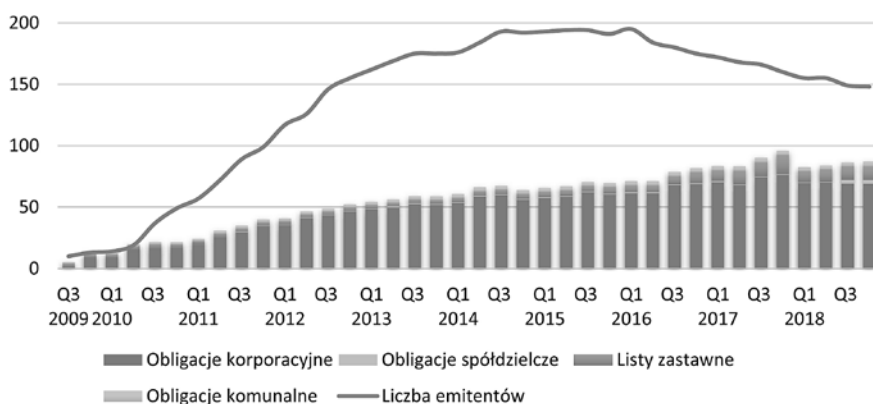
Wykres 1. Wartość obligacji w stosunku do PKB generowanego w danym kraju.

Źródło: opracowanie na podstawie danych GPW.

¹ Zmiany w ustawie o ofercie publicznej, które obowiązują od 23 kwietnia 2013 r., wprowadziły możliwość przeprowadzenia oferty emisji obligacji o wartości nominalnej do 2,5 mln EUR bez sporządzania prospektu emisyjnego. Wystarczy memorandum inwestycyjne, które nie jest zatwierdzane przez KNF. Komisja Nadzoru Finansowego zatwierdza jedynie materiały reklamujące emisję.

Analiza danych na wykresie 1 wskazuje na dwie tendencje. Po pierwsze w części krajów Europy Zachodniej wartość obligacji przewyższa wartość rocznego PKB. W przypadku Holandii czy Irlandii mówimy o ponad dwukrotnej wartości ponad generowany produkt krajowy brutto. Natomiast w rejonie Europy Środkowej są to znacznie mniejsze wartości. Po drugie rośnie znaczenie wykorzystania obligacji. Na tym tle Polska wyróżnia się pozytywnie pokazując spore wzrosty na przestrzeni lat 2013 i 2017, ponieważ wartość wyemitowanych obligacji w stosunku do PKB w tych latach wzrosła z 6 procent do 14 procent. Widać zatem, że obligacje jako instrument w naszym kraju zyskują na popularności.

Charakteryzując istotność obligacji jako instrumentu finansowania na polskim rynku finansowym należy również zwrócić uwagę na sytuację na zorganizowanym rynku obrotu obligacjami jaki jest Catalyst. Dane dotyczące liczby emitentów oraz wartości wyemitowanych obligacji przedstawia wykres 2.



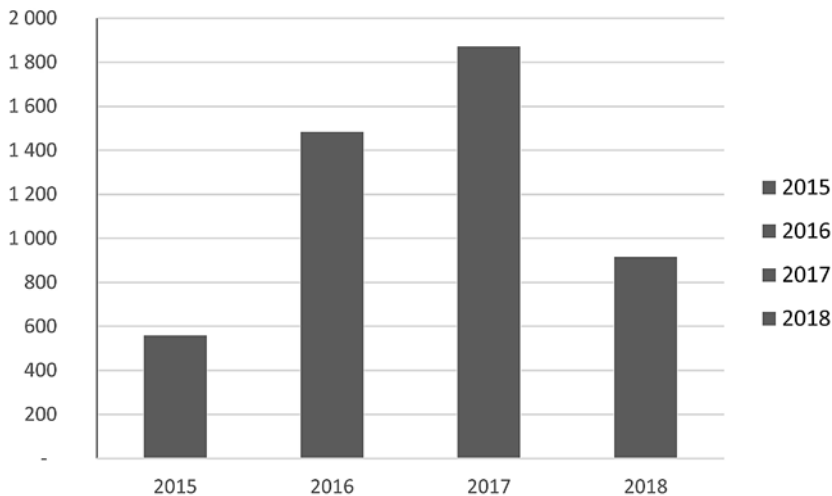
Wykres 2. Wartość wyemitowanych obligacji dostępnych na rynku Catalyst [w mld zł] oraz liczba emitentów.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z gpw.pl

Dane zawarte na wykresie 2 wskazują na trend wzrostowy wartości nieskabrowych instrumentów. Na przestrzeni poszczególnych kwartałów wartość notowanych instrumentów rosła w różnym tempie. Oczywiście zdarzały się kwartały minimalnych spadków, ale trend był zachowany. Natomiast od początku 2018 roku widać wyraźne załamanie i ogólny spadek wartości notowanych instrumentów w porównaniu do lat poprzednich. Jeżeli chodzi o liczbę emitentów to co ciekawe w latach 2014-2015 nastąpiło wyhamowanie wzrostu ich liczby, a po tym okresie na Catalyst mamy coraz mniej emitentów. Może to wynikać

z dwóch powodów. Po pierwsze część emitentów, którzy pojawili się na początku Catalyst zdecydowała po wykupieniu obligacji nie korzystać już z tego źródła finansowania. W tej grupie byli też oczywiście emitenci, którzy upadli i to wpłynęło negatywnie na statystyki. Po drugie zaostrenie przepisów dotyczących wypełniania obowiązków informacyjnych od 2016 roku zmniejszyło atrakcyjność samego rynku, przez co trudno o pojawianie się na nim nowych emitentów. Podsumowując należy stwierdzić, że być może mamy do czynienia ze zmianą trendu od 2018 roku polegającą na zmniejszeniu się liczby emitentów oraz wartości notowanych obligacji.

Przechodząc już jednak do samych publicznych emisji warto spojrzeć na dane mówiące o wartości wyemitowanych obligacji do inwestorów indywidualnych w ten sposób. Dane te zawiera wykres 3.



Wykres 3. Wartość kapitału pozyskanego z publicznych emisji obligacje, dane w mln zł.

Źródło: opracowanie własne.

Dane te jednoznacznie wskazują, że 2018 rok był trudnym rokiem dla rynku obligacji i emisji publicznych. Przez niewypłacalność GetBack doszło do załamania tego rynku. Po udanych latach 2015-2017 kiedy wykorzystanie tego instrumentu finansowego rosło nastąpił mocny spadek. Na pierwszy rzut oka może się wydawać, że spadek nie jest aż tak duży, ale należy spojrzeć na strukturę tych emisji. Dane te zawiera tabela 1.

Tabela 1 Publiczne emisje obligacji w latach 2015-2018.

1.01.2015 r.-31.12.2015 r.		1.01.2016 r.-31.12.2016 r.		1.01.2017 r.-31.12.2017 r.		1.01.2018 r.-31.12.2018 r.	
Emitent	Wartość emisji [w zł]	Emitent	Wartość emisji [w zł]	Emitent	Wartość emisji [w zł]	Emitent	Wartość emisji [w zł]
Best	35 000 000	Best	40 000 000	GPW	60 000 000	MCI. Private Ventures FIZ	40 000 000
Best	20 000 000	Ghelamco Invest	50 000 000	Best	30 000 000	Best	30 000 000
Capital Park	11 100 000	Kruk	65 000 000	GNB	55 000 000	GetBack	15 000 000
Getin Noble Bank	50 000 000	Ghelamco Invest	30 000 000	BEST	60 000 000	PCC Rokita	25 000 000
Murapol	30 000 000	Getin Noble Bank	35 000 000	GNB	55 000 000	Kredyt Inkaso	30 000 000
Capital Park	35 000 000	Best	50 000 000	GetBack	60 000 000	PCC Rokita	20 000 000
Ghelamco Invest	50 000 000	Alior Bank	150 000 000	GNB	62 000 000	Echo	50 000 009
Kruk	20 000 000	Ghelamco Invest	50 000 000	GNB	40 000 000	PKN Orlen	200 000 000
PCC Rokita	20 000 000	Getin Noble Bank	35 000 000	Best	60 000 000	PKN Orlen	200 000 000
Polnord	50 000 000	Alior Bank	70 000 000	PCC Rokita	25 000 000	PKN Orlen	200 000 000
Ghelamco Invest	30 000 000	PCC Rokita	25 000 000	GNB	40 000 000	Echo	50 000 000
Capital Park	1 883 700	PCC Rokita	20 000 000	Echo	100 000 000	Kruk	30 000 000
Best	60 000 000	Kruk	135 000 000	GetBack	40 000 000	Kruk	25 000 000
Murapol	30 000 000	Getin Noble Bank	50 000 000	GNB	40 000 000		
Ghelamco Invest	50 000 000	Bank Pocztowy	50 000 000	PCC Rokita	25 000 000		
Kruk	30 000 000	PCC Exol	20 000 000	GetBack	40 000 000		

Getin Noble Bank	35 000 000	Kruk	65 000 000	GNB	40 000 000		
		Ghelamco Invest	30 000 000	PKN Orlen	200 000 000		
		Ghelamco Invest	50 000 000	MCI.PV	30 000 000		
		Getin Noble Bank	60 000 000	Echo	125 000 000		
		PCC Rokita	25 000 000	GNB	25 000 000		
		Getin Noble Bank	40 000 000	PCC Rokita	25 000 000		
		PCC Exol	25 000 000	Echo	75 000 000		
		Kruk	35 000 000	GetBack	25 000 000		
		Ghelamco Invest	20 000 000	MCI.PV	40 000 000		
		Best	50 000 000	PCC Exol	25 000 000		
		Getin Noble Bank	40 000 000	Best	60 000 000		
		PCC Rokita	25 000 000	PKN Orlen	200 000 000		
		Ghelamco Invest	25 000 000	Alior Bank	150 000 000		
		Ghelamco Invest	35 000 000	Kredyt In- kaso	30 000 000		
		Getin Noble Bank	40 000 000	PCC Rokita	30 000 000		
		Kruk	40 000 000				
		Getin Noble Bank	4 000 000				

Źródło: opracowanie własne.

W latach 2016 i 2017 oprócz wzrostu wartości pozyskiwanego kapitału rosła też liczba emitentów korzystających z emisji publicznych. Natomiast w 2018 roku oprócz spadku wartości spadła też liczba emitentów, a do tego z 915 mln zł wyemitowanych obligacji 600 mln zł pozyskał PKN Orlen. Zatem trudno mówić o powszechności tego sposobu pozyskiwania kapitału.

3. PLANOWANE ZMIANY REGULACYJNE

Wydarzenia jakie miały miejsce w 2018 roku na rynku obligacji wywołały sporo zmian. Oprócz spadku zainteresowania tą formą lokowania kapitału, ustawodawca w odpowiedzi na postulaty poszkodowanych w niewypłacalności GetBack zapowiedział zmiany w regulacjach. Celem ma być ochrona inwestorów oraz niedopuszczenie do tak dużych strat jak to miało miejsce przy GetBack gdzie poszkodowanych zostało 9 tys. inwestorów [Rogowski i Gemra, 2018 s. 89].

Kluczową zapowiadaną zmianą, która wejdzie w życie 1 lipca 2019 roku jest obowiązek dematerializacji wszystkich obligacji w KDPW przy obowiązkowym udziale agenta emisji w tym procesie. Cele obowiązkowej dematerializacji według ustawodawcy to:

- Zwiększenie transparentności emisji dłużnych papierów wartościowych poprzez udostępnianie informacji o papierach, ich cechach oraz czy emitenci terminowo wykonują swoje zobowiązania.
- Zapewnienie bezpieczeństwa i elastyczności dla inwestorów.
- Umożliwienie przenoszenia aktywów do innych podmiotów.
- Ułatwienie pozyskania informacji na temat wielkości długu wyemitowanego przez poszczególnych emitentów oraz terminowości ich spłaty.

Szczególnie ostatni punkt wydaje się istotny, ponieważ jednym z zarzutów wobec rynku obligacji i tzw. „afery GetBack” było to, że nikt nie kontrolował tego ile spółka wyemitowała obligacji.

Obowiązkowa dematerializacja jest sporą zmianą na rynku obligacji. Do tej pory bowiem ewidencje emisji mogły być prowadzone przez firmy inwestycyjne lub mogły mieć formę dokumentu, a agent nie był wymagany. Zmiana ta sprawi zapewne wydłużenie procesu emisji obligacji oraz z pewnością podwyższy koszty pozyskiwania kapitału w ten sposób.

Warto również zwrócić uwagę na włączenie w proces emisji nowego podmiotu jakim ma być agent emisji. Planowane jest wprowadzenie obowiązku ko-

rzystania z usług agenta emisji, przy dokonywaniu rejestracji niepublicznych dłużnych papierów wartościowych. Według założeń agentem emisji ma być firma inwestycyjna, czyli dom maklerski. Na agencji emisji będą spoczywały obowiązki dotyczące sprawdzenia czy emitent spełnia wymogi dotyczące emisji obligacji oraz ich dematerializacji.

Jednak to nie koniec planowanych zmian. Może się bowiem okazać, że de facto znikną prywatne emisje obligacji. Otóż planowana jest zmiana ustawy o ofercie publicznej polegająca na tym, że konieczne będzie zatwierdzanie memorandum lub prospektu emisyjnego dla każdej drugiej i kolejnej emisji obligacji w roku, nawet jeżeli jest to emisja prywatna. Konieczność zatwierdzania tych dokumentów dotyczyłaby ogromnej rzeszy spółek, ponieważ oprócz prężnie działającego rynku publicznego, mamy do czynienia również z rynkiem prywatnym, gdzie obligacje miały kluczową cechę jako instrument pozyskiwania kapitału a mianowicie elastyczność. Jeżeli przepisy te wejdą w życie to elastyczność obligacji i szybkość emisji zniknie.

WNIOSKI I PODSUMOWANIE

Wydarzenia w roku 2018 i ich konsekwencje będą miały duży wpływ na rynek obligacji. Po pierwsze obligacje korporacyjne trafiły na łamy pierwszych stron gazet i zostały pokazane szerokiemu gronu potencjalnych inwestorów jako niebezpieczne instrumenty finansowe na których można stracić cały kapitał. Wszystko to odbywało się w atmosferze utraty zaufania do rynku kapitałowego oraz do wielu jego instytucji. Spadek zaufania będzie miał fatalne skutki co już widać po zainteresowaniu publicznymi emisjami obligacji. Rok 2018 był pod tym względem najgorszy od 3 lat, a gdyby nie trzy emisje PKN Orlen na łączną sumę 600 mln zł to w ogóle można byłoby mówić o potężnym krachu tego rynku. Spadek zainteresowania publicznymi emisjami stał się zatem faktem. Do tego dochodzą planowane zmiany, które mają za zadanie uchronić inwestorów. Jednak można obawiać się spadku elastyczności obligacji jako źródła finansowania, które było bardzo często wymieniane przez emitentów jako główny motyw sięgnięcia właśnie po kapitał w ten sposób.

Szansą na powrót zainteresowania emisjami obligacji byłoby pojawienie się dużych, szczególnie państwowych emitentów takich jak chociażby PKN Orlen, którzy zaoferowaliby w formule publicznej emisji obligacje o niskim ryzyku kredytowym, ale dającym ciekawą stopę zwrotu. Tylko takie działania orasz sze-roka kampania edukacyjna mogłaby odwrócić negatywny trend oraz sprawić, że

inwestorzy indywidualni znowu zaczęliby dywersyfikować swój kapitał poprzez publiczne emisje obligacji.

LITERATURA

Fabozzi Frank. 2009. *Bond Markets, Analysis, and Strategies*. New York: Prentice Hall.

Gemra Kamil. 2016. *Rynek Catalyst szansą na dywersyfikację źródeł finansowania przedsiębiorstw*. Warszawa: Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie 3/2016, Oficyna Wydawnicza SGH.

Juszczyk Sławomir, Nagórka Artur. 2009. *Finansowanie typu mezzanine jako rozwiązanie pośrednie między emisją akcji a kredytem bankowym*. Warszawa: Zeszyty Naukowe SGGW w Warszawie, Ekonomia i Organizacja Gospodarki Żywnościowej, nr. 78.

Marszk Adam. 2012. *Emisja kwitów depozytowych jako źródło finansowania przedsiębiorstw z krajów BRIC*. Gdańsk: Prace i materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego vol 10, nr 1.

Porada-Rochoń Małgorzata. 2013. *Modele decyzji finansowych MŚP w wybranych krajach Europy Środkowo-Wschodniej w warunkach zaburzeń finansowych*. Szczecin: Polskie Towarzystwo Ekonomiczne.

Rogowski Waldemar, Gemra Kamil. 2018. *Wpływ przypadku GetBack na różne obszary polskiego rynku finansowego*. Warszawa: Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie nr 4/2018, Oficyna Wydawnicza SGH.

Sierpińska Maria, Bąk Patrycja. 2013. *Rola obligacji korporacyjnych w finansowaniu przedsiębiorstw sektora górniczego w Polsce*. Kraków: Gospodarka Surowcami Mineralnymi, T. 29.

Szyszką Adam. 2014. *Factors influencing IPO decision. Do corporate managers use market and corporate timing? A survey*, International Journal of Management and Economics, vol. 42, no. 1.

Wasilewska Helena, Janowska Arleta. 2005. *Emisja akcji w drodze oferty publicznej na przykładzie spółek giełdowych*. Warszawa: Bank i Kredyt, nr. Listopad-grudzień 2005, NBP.