

Pozyskiwanie kapitału za pośrednictwem obligacji

Kryzys finansowy wpłynął na istotne ograniczenia w możliwości finansowania przedsiębiorstwa kredytem bankowym. W poprzednich latach był on łatwy do uzyskania i stosunkowo tani. Obecnie zaostrzenie polityki kredytowej wobec małych i średnich przedsiębiorstw sprawiły, że często nie spełniają one wymagań banków.

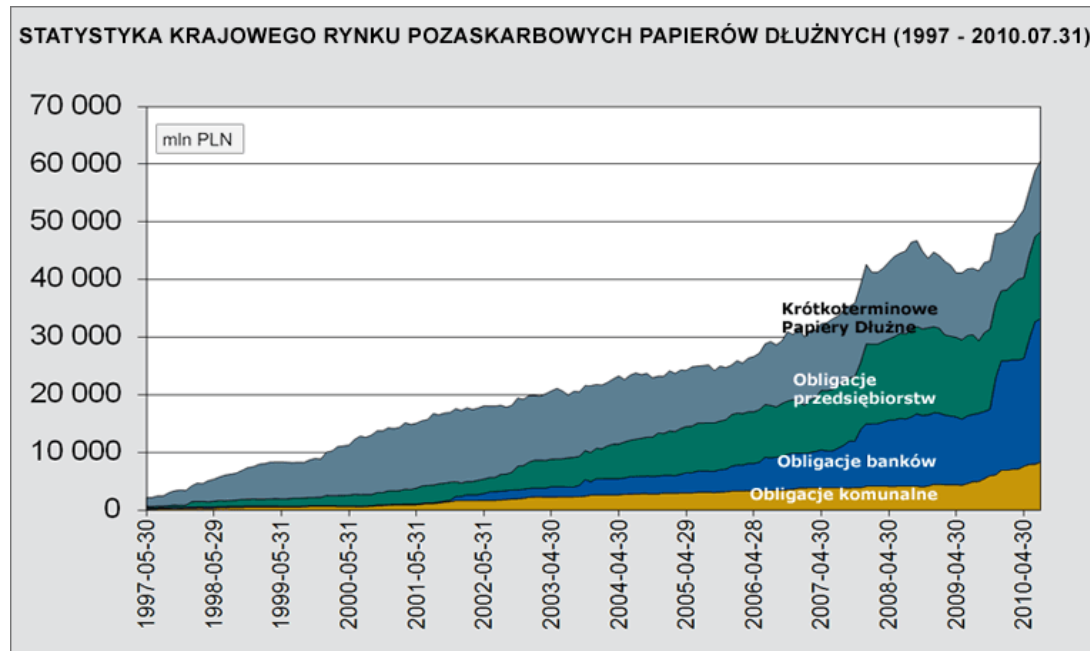
W nadchodzącym czasie perspektywa rynku kredytów korporacyjnych nadal jest niepewna. Analitycy podkreślają, że ciągle nieustabilizowana sytuacja na rynkach finansowych skutecznie hamuje dynamiczny rozwój akcji kredytowej.

W tej sytuacji interesującą alternatywą dla finansowania działalności przedsiębiorstwa może być rynek instrumentów dłużnych.

Rosnąca popularność obligacji

W 2009 roku rynek dłużnych papierów nieskarbowych rozwijał się dość szybko, wzrastając o 7% do prawie 48 mld zł. Na koniec lipca 2010 r. jego wartość osiągnęła już 60,6 mld zł i szacuje się, że na koniec roku może przekroczyć 70 mld zł. Oznacza to, że polskie przedsiębiorstwa zaczynają zachowywać się podobnie jak spółki z Europy Zachodniej i USA, które częściej decydują się na emisję obligacji niż zaciągnięcie kredytu bankowego. W Stanach Zjednoczonych ok. 80% finansowania firm pochodzi z obligacji, wśród dużych firm europejskich udział papierów dłużnych w finansowaniu jest określana na ok. 73%. Również w Polsce można zauważyć wzrost zainteresowania obligacjami. Kształtowanie się rynku papierów dłużnych w Polsce w okresie od 1997 do 31 lipca 2010 roku przedstawia poniższy rysunek.

Rysunek 1 Kształtowanie się krajowego rynku nieskarbowych papierów dłużnych w latach 1997-2010.07.31



Źródło: http://www.fitchpolska.com.pl/wykres_pl.htm

Jeszcze kilka lat temu zainteresowanie obligacjami korporacyjnymi było niewielkie ze względu na niską płynność papierów dłużnych oraz ponieważ w zakresie finansowania dłużnego dominowały kredyty bankowe.

W ostatnim czasie coraz więcej spółek skłania się ku tej formie pozyskania finansowania. Emisja obligacji może być szczególnie atrakcyjna dla podmiotów o dobrej wiarygodności kredytowej oraz

wysokim ratingu. Może być również atrakcyjna dla małych i średnich przedsiębiorstw, które z racji mniejszych rozmiarów mogą mieć problemy ze znalezieniem odpowiedniego zabezpieczenia dla kredytów bankowych. W szczególności w sytuacji ograniczania akcji kredytowej rynek obligacji może się okazać bardzo atrakcyjną alternatywą.

Czym są obligacje?

Obligacje nadal są utożsamiane głównie z papierami skarbowymi, wiele osób wciąż nie kojarzy obligacji z instrumentem, dzięki któremu przedsiębiorstwa mogą pozyskać pieniądze na realizację istotnych inwestycji.

Obligacja korporacyjna jest papierem wartościowym poświadczającym wiarygodność obejmującą zobowiązanie dłużne emitenta wobec jej właściciela na określonej sumie wraz ze zobowiązaniem do wypłaty oprocentowania w ustalonych terminach. Mówiąc inaczej to papier potwierdzający, że jego nabywca udzielił emitentowi pożyczki na określonych warunkach, a ten ostatni zobowiązuje się do ich spełnienia w określonym czasie. Obligacje umożliwiają emitentowi zaciągnięcie pożyczki u wielu rozproszonych „kredytodawców”, przy czym warto wspomnieć, że od momentu emisji obligacji do czasu jej wykupu może ona wielokrotnie zmieniać swojego właściciela. Wierzycielem emitenta staje się każdy kolejny posiadacz obligacji (obligatariusz). Świadczenie może mieć również charakter niepieniężny, czego przykładem jest prawo do zamiany obligacji na akcje emitenta (obligacje zamienne).

Każda obligacja powinna zawierać następujące informacje:

- podstawę prawną emisji (uchwała właściwych władz o emisji obligacji),
- nazwę obligacji i cel jej wyemitowania,
- wartość nominalną,
- datę, od której nalicza się oprocentowanie, oraz jego wysokości,
- zakres i formę zabezpieczenia albo informację o jego braku,
- miejsce i datę wystawienia obligacji.

Wartość nominalna obligacji to wielkość długu zaciągniętego przez emitenta przypadająca na każdą obligację danej emisji.

Cena emisyjna to natomiast cena, po jakiej obligacje sprzedawane są na rynku pierwotnym. Może (lecz nie musi) być ona równa wartości nominalnej.

Termin wykupu obligacji, zwany też terminem zapadalności określa okres od daty emisji papieru wartościowego do dnia, w którym następuje jej wykup. Oznacza to, że papiery dłużne są wykupywane przez emitenta w terminie określonym z góry (przy czym istnieje możliwość ustanowienia prawa do przedterminowego wykupu przez emitenta lub posiadacza obligacji). Nie istnieje reguła dotycząca optymalnego terminu wykupu. Obecnie na rynku obligacji Catalyst można znaleźć zarówno obligacje o kilkumiesięcznym jak i kilkuletnim okresie do wykupu. Standardowy horyzont inwestycyjny mieści się w przedziale od roku do pięciu lat, choć w przypadku wielkich korporacji zdarzają się również emisje o zapadalności przekraczającej 10 lat.

Oprocentowanie to odsetki należne „kredytodawcy” za udzielenie pożyczki. Podobnie jak w przypadku kredytów oprocentowanie papierów dłużnych może być stałe lub zmienne. Zmienne odsetki z reguły bazują na wysokości oprocentowania pożyczek na polskim rynku międzybankowym (stopa WIBOR) powiększonej o odpowiednią marżę. Marża jest zależna od sytuacji przedsiębiorstwa oraz od ustanowionych zabezpieczeń. Emitent może również zaoferować inwestorom tzw. obligacje zero kuponowe, cechujące się brakiem odsetek. W takim przypadku zarobkiem inwestorów jest dyskonto, czyli różnica między ceną emisyjną a wartością nominalną, po której obligacje są wykupywane.

Regulacje prawne w zakresie finansowania przedsiębiorstw obligacjami

Głównym aktem prawnym normującym emisje obligacji jest Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach. W przypadku obligacji zamiennych na akcje istotne znaczenie mają również przepisy Kodeksu spółek handlowych.

Zalety obligacji

Uproszczona procedura. Wypełnienie wszelkich formalności związanych z uzyskaniem kredytu bankowego może zająć miesiące, przy braku gwarancji, że kredyt zostanie przyznany. Emisja i sprzedaż obligacji na rynku niepublicznym może natomiast trwać zaledwie tydzień, nie wymaga ustanowienia zabezpieczeń i jest bardziej skuteczna od innych form pożyczki.

Elastyczność. Warunki emisji obligacji są ustalane przez spółkę. Muszą oczywiście spełniać warunki określone w ustawie o obligacjach, jak również standardy rynkowe, jednak możliwość wyboru np. terminu wykupu jest znacznie bardziej elastyczne niż w przypadku kredytu. Ponadto, jeśli w dniu wykupu obligacji, przedsiębiorstwo planuje przesunąć termin spłaty obligacji, a inwestorzy wyrażą na to zgodę, może to zrobić przez tzw. rolowanie obligacji.

Niższy koszt pieniądza. Przeprowadzenie emisji obligacji jest z reguły procesem tańszym niż pozyskanie środków z kredytu bankowego. Ponadto porównując koszt obsługi kredytu i emisji obligacji warto zwrócić uwagę na to, iż w przypadku papierów dłużnych odsetki są płatne co rok lub co kwartał, natomiast w przypadku kredytu płatność jest wymagana co miesiąc. Wpływa to na większą płynność finansową przedsiębiorstw, co jest szczególnie istotne, jeśli prowadzą one działalność sezonową.

Koszt kapitału uzyskanego z obligacji jest niższy od kosztu pozyskanego z emisji akcji, ponieważ płatności odsetkowe z tytułu oprocentowania są odpisywane jako koszty finansowe od podstawy opodatkowania zysku brutto podatkiem dochodowym.

Korzyści marketingowe. Cechą odróżniającą obligacje od kredytu bankowego jest efekt marketingowy, w szczególności jeśli oferta obligacji jest publiczna. Przedstawienie informacji o emitencie umożliwia jej przedstawienie na rynku kapitałowym i może wpłynąć na łatwiejsze pozyskanie kapitału w przyszłości.

Brak rozproszenia akcjonariatu. Emisja obligacji nie jest związana z koniecznością rozwodnienia akcji lub udziałów przez dotychczasowych właścicieli. Jest to szczególnie istotne, gdy właściciele obawiają się utraty kontroli nad spółką lub gdy występuje dekonjunktura giełdowa.

Koszty pozyskania finansowania dłużnego

Koszt obligacji jest najczęściej związany z angażowaniem doradców. Zadaniem doradców jest wspieranie spółki w przeprowadzeniu emisji oraz jej plasowaniu wśród wybranych grup inwestorów. Do doradców tych należy zaliczyć doradcę biznesowego i zarazem oferującego obligacje, doradcę prawnego oraz audytora. Kolejną grupą kosztów są koszty wynikające z dodatkowego obciążenia pracą samej spółki wynikającego z konieczności przeprowadzenia analizy biznesowej we współpracy z doradcą finansowym oraz przygotowania materiałów mających umożliwić doradcy zapoznanie się ze spółką i analizę jej potencjału oraz budowę equity story na potrzeby rozpatrywanej transakcji. W związku z tym, że emisja obligacji jest formą finansowania dłużnego do kosztów ponoszonych przez udziałowców należy zaliczyć zarówno koszty finansowe wynikające z obsługi zadłużenia jak i jego spłaty.

W przypadku wprowadzenia obligacji na rynek Catalyst, do kosztów należy dołączyć również wydatki związane z procedurą wprowadzenia obligacji na rynek. Koszty te są jednak znacznie niższe niż prowizje bankowe z tytułu uruchomienia kredytu.

Podział obligacji

Obligacje możemy podzielić ze względu na różne kryteria.

Ze względu na sposób oznaczenia obligatariusza wyróżniamy:

- obligacje imienne,
- obligacje na okaziciela.

Z uwagi na sposób oprocentowania obligacji:

- oprocentowanie stałe np. 10% w skali roku,

- oprocentowanie zmienne, najczęściej oparte na stawce WIBOR np. WIBOR3M+6%.

Ze względu na termin wykupu wyróżniamy obligacje:

- krótkoterminowe – termin wykupu do jednego roku,
- średnioterminowe – termin wykupu od roku do pięciu lat (znakomita większość),
- długoterminowe – termin wykupu powyżej pięciu lat.

Z uwagi na sposób zabezpieczenia:

- niezabezpieczone,
- częściowo zabezpieczone (zabezpieczona jedynie część wartości długu np. w 50%),
- całkowicie zabezpieczone (co najmniej 100% wartości długu zabezpieczone np. hipoteką).

Kto może emitować obligacje?

Zgodnie z definicją ustawy o obligacjach, obligacje korporacyjne mogą emitować podmioty prowadzące działalność gospodarczą, posiadające osobowość prawną (spółki z ograniczoną odpowiedzialnością i spółki akcyjne) a także spółki komandytowo-akcyjne oraz inne podmioty posiadające osobowość prawną, upoważnione do emisji obligacji na podstawie innych ustaw. Oznacza to, iż spółka, która nie planuje przekształcenia w spółkę akcyjną może przy pomocy obligacji pozyskać kapitał od inwestorów.

Czym jest bank reprezentant?

Emitent może, a w przypadku zabezpieczenia emisji poręczeniem lub gwarancją Skarbu Państwa jest obowiązany, gdy liczba nabywców obligacji jest wyższa niż 15, zawrzeć umowę o reprezentację z bankiem – reprezentantem. Bank reprezentant pełni funkcję przedstawiciela ustawowego nabywców obligacji. Zasady występowania w tej roli określają przepisy ustawy oraz postanowienia umowy. Umowa ta powinna zawierać przede wszystkim zakres wzajemnych praw i obowiązków. Przykładowy katalog takich obowiązków jest zawarty w ustawie o obligacjach. Do obowiązków emitenta należy w szczególności przekazywanie bankowi informacji bieżących i okresowych, tj. raportów bieżących, miesięcznych, kwartalnych, półrocznych i rocznych, składanie sprawozdań z wypełniania obowiązków wynikających z warunków emisji obligacji, zawiadamianie o wszelkich zmianach w zakresie ustanowionego zabezpieczenia emisji.

Natomiast bank reprezentant jest m.in. zobowiązany do przeprowadzania okresowych analiz sytuacji finansowej emitenta, do udzielania wyjaśnień obligatariuszom odnośnie do emisji oraz do zawiadamiania obligatariuszy o sytuacji finansowej emitenta, o ile w jego ocenie sytuacja ta stwarza realne zagrożenie dla zdolności wykonywania obowiązków wobec obligatariuszy.

Główne etapy emisji obligacji

Pierwszym etapem jest podjęcie decyzji o emisji obligacji. Jeśli analiza źródeł finansowania wykaże, iż jest to najkorzystniejszy sposób pozyskania kapitału, spółka musi zdecydować o ustaleniu wielkości i warunków emisji. Określenie kwoty emisji, terminów wykupu oraz oprocentowania wpływa na powodzenie emisji, dlatego warto na tym etapie wykorzystać wiedzę i doświadczenie doradców finansowych.

Następnie przedsiębiorstwo podejmuje uchwałę w sprawie emisji obligacji. W przypadku spółki z ograniczoną odpowiedzialnością i spółki akcyjnej, jeśli zapisy w Statucie nie stanowią inaczej, do emisji obligacji wymagana jest uchwała Zarządu. Wyjątek stanowi emisja obligacji zamiennych lub z prawem pierwszeństwa. W przypadku spółki komandytowo-akcyjnej emisja obligacji wymaga zgody wszystkich komplementariuszy. Treść uchwały o emisji obligacji powinna być oparta na wykładni przepisów ustawy o obligacjach oraz kodeksu spółek handlowych. Podjęcie uchwały o emisji obligacji stanowi podstawę prawną do rozpoczęcia procesu emisji obligacji. W uchwale należy określić m.in. przedmiot emisji, próg dojścia emisji do skutku, formę obligacji (imienne lub na okaziciela),

zabezpieczenie (jeśli zostało ustanowione) oraz warunki emisji obligacji. Można również, choć nie jest to konieczne określić cel emisji obligacji. Jeśli przedsiębiorstwo zdecyduje się na cel określony inwestor wie na co przeznaczymy środki, ale emitent nie może ich przeznaczyć na inny cel.

Oprócz uchwały należy również przygotować pozostałą dokumentację związaną z emisją. W przypadku oferty publicznej wymagane jest sporządzenie odpowiedniego dokumentu informacyjnego, który musi zostać zatwierdzone przez Komisję Nadzoru Finansowego.

Kolejne etapy procesu zależą od rodzaju oferty, która może być przeprowadzona przez:

- ofertę publiczną, której warunki są określone w ustawie o ofercie publicznej;
- ofertę niepubliczną.

Ofertą publiczną obligacji jest udostępnianie, co najmniej 100 osobom lub nieoznaczonym adresatom, w dowolnej formie i w dowolny sposób, informacji o tych obligacjach i warunkach dotyczących ich nabycia, stanowiących dostateczną podstawę do podjęcia decyzji o odpłatnym nabyciu tych obligacji.

Oferta publiczna wymaga sporządzenia publicznego dokumentu informacyjnego - prospektu emisyjnego lub memorandum informacyjnego, zatwierdzenia go przez Komisję Nadzoru Finansowego oraz udostępnienia go do publicznej wiadomości. Przeprowadzenie oferty publicznej wymaga zawarcia umowy z domem maklerskim, który pełni funkcję Oferującego (podmiotu, który przygotowuje i prowadzi proces emisji oraz koordynuje działania innych podmiotów oraz przyjmuje zapisy na obligacje).

Oferta prywatna jest skierowana do nie więcej 99 określonych inwestorów. W tym przypadku nie jest wymagane sporządzanie prospektu emisyjnego, ani memorandum informacyjnego (jednak w przypadku spółek, które po raz pierwszy emitują obligacje warto przygotować memorandum, które przedstawia spółkę i jej działalność). Emitent sporządza Warunki Emisji opracowane zgodnie z ustawą o obligacjach i udostępnia je osobom, do których kieruje ofertę. Przyjęcie oferty następuje, gdy osoba nabywająca obligacje złoży odpowiednie oświadczenie woli oraz dokona wpłaty na wskazany rachunek subskrypcyjny. Oferta prywatna może być prowadzona bez pośrednictwa firmy inwestycyjnej, aczkolwiek współpraca z taką instytucją lub bankiem pomoże przygotować profesjonalnie ofertę oraz skutecznie przeprowadzić sprzedaż, co wpłynie na korzystniejsze wpływy z emisji obligacji.

Porównując powyższe alternatywne tryby emisji, należy zaznaczyć, iż przeprowadzenie subskrypcji publicznej jest zdecydowanie bardziej skomplikowane i czasochłonne niż oferty prywatnej.

Dalsze etapy procesu pozyskania finansowania dłużnego są różne dla oferty prywatnej, oferty publicznej przy której spółka sporządza prospekt emisyjny lub memorandum informacyjne i dla oferty publicznej wymagającej sporządzenia jedynie dokumentu informacyjnego.

Oferta publiczna

Emisja obligacji korporacyjnych wymagająca sporządzenia prospektu emisyjnego lub memorandum informacyjnego

Przeprowadzenie oferty publicznej obligacji wymaga zawarcia umowy z Oferującym, który przy współudziale Emitenta sporządza prospekt emisyjny lub memorandum informacyjne. Następnie należy złożyć wniosek o zatwierdzenie prospektu wraz z prospektem do Komisji Nadzoru Finansowego oraz do GPW.

Po zatwierdzeniu prospektu Emitent i Oferujący przesyłają na Giełdę trzy podpisane egzemplarze Umowy o dokonanie przydziału obligacji z wykorzystaniem systemu giełdowego.

Najpóźniej na 7 dni roboczych przed otwarciem subskrypcji Oferujący składa w KDPW wniosek o nadanie kodu technicznego dla przydzielanych obligacji wraz z Uchwałą Emitenta o emisji danej serii obligacji.

W przypadku oferty publicznej konieczne jest podanie do publicznej wiadomości ceny lub przedziału cenowego

w jakim będą przyjmowane zapisy (termin przekazania ceny - co najmniej jeden dzień roboczy przed rozpoczęciem przyjmowania zapisów). Kolejnym etapem jest przeprowadzenie oferty i przydziału obligacji.

Gdy emisja dochodzi do skutku, spółka za pośrednictwem Oferującego składa wniosek o dopuszczenie i wprowadzenie obligacji do obrotu, po uzyskaniu zgody Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. następuje pierwsze notowanie.

Cały proces oferty publicznej trwa 2-3 miesiące i zależy od wielu czynników. Najbardziej czasochłonna jest analiza warunków emisji oraz przygotowanie dokumentu informacyjnego. Ponadto, jeśli złożony dokument informacyjny nie będzie spełniał wymogów Komisji, wówczas zostanie zwrócony celem uzupełnienia, co powoduje wydłużenie czasu. Dlatego istotnym czynnikiem jest jakość przygotowywanych dokumentów.

Emisja obligacji korporacyjnych wymagająca sporządzenia jedynie dokumentu informacyjnego

Oferty publiczne (skierowane do ponad 99 adresatów) wymagają sporządzenia publicznego dokumentu informacyjnego, zatwierdzanego przez Komisję Nadzoru Finansowego (prospektu lub memorandum). Ustawa wprowadza pewne wyjątki – sporządzenie, zatwierdzenie oraz udostępnienie do publicznej wiadomości prospektu emisyjnego nie jest wymagane w przypadku oferty publicznej:

1. kierowanej wyłącznie do inwestorów kwalifikowanych;
2. kierowanej wyłącznie do inwestorów, z których każdy nabywa papiery wartościowe o wartości, liczonej według ich ceny emisyjnej lub ceny sprzedaży, co najmniej 50.000 euro w dniu ustalenia tej ceny;
3. dotyczącej papierów wartościowych, których jednostkowa wartość nominalna wynosi nie mniej niż 50.000 euro w dniu ustalenia wartości nominalnej tych papierów wartościowych;

W przypadku sporządzenia dokumentu informacyjnego, również należy podpisać umowę z Oferującym. Kolejnym etapem jest przygotowanie dokumentu informacyjnego, który zawiera podstawowe informacje o spółce oraz emisji obligacji, ale w przeciwieństwie do prospektu i memorandum nie musi być zatwierdzony przez Komisję Nadzoru Finansowego. Następnie Oferujący przesyła na GPW na co najmniej

czternaście dni roboczych przed planowaną datą rozpoczęcia zapisów, pismo powiadamiające o tym, że zamierza przeprowadzić operację przydziału obligacji z wykorzystaniem systemu informatycznego Giełdy wraz z podaniem zasad dokonania tego przydziału.

Giełda w ciągu trzech dni roboczych przesyła do Oferującego pismo, w którym akceptuje lub przekazuje ewentualne uwagi do przekazanej propozycji przeprowadzenia przydziału.

Po uzyskaniu ostatecznej akceptacji Giełdy Emitent i Oferujący przesyłają na Giełdę trzy podpisane egzemplarze

Umowy o dokonanie przydziału obligacji z wykorzystaniem systemu giełdowego.

Najpóźniej na 7 dni roboczych przed otwarciem subskrypcji Oferujący składa w KDPW wniosek o nadanie kodu technicznego dla przydzielanych obligacji wraz z Uchwałą Emitenta o emisji danej serii obligacji.

Na co najmniej jeden dzień roboczy przed rozpoczęciem przyjmowania zapisów Oferujący lub Emitent podaje do publicznej wiadomości cenę lub przedział cenowy w jakim będą przyjmowane zapisy.

Jeśli emisja dochodzi do skutku, Oferujący i Emitent po dokonaniu przydziału składają na Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. dokument informacyjny oraz dokumenty związane z procesem dopuszczenia i wprowadzenia do obrotu danych obligacji.

Proces trwa krócej ze względu na brak konieczności zatwierdzenia Dokumentu informacyjnego przez Komisję Nadzoru Finansowego.

Oferta prywatna

W przeciwieństwie do oferty publicznej, oferta prywatna nie wymaga sporządzenia publicznego dokumentu informacyjnego, zatwierdzonego przez Komisję Nadzoru Finansowego. Należy natomiast przygotować Propozycję nabycia obligacji, która może być kierowana maksymalnie do 99 adresatów. Zgodnie z art. 10 ust. 1 Ustawy o obligacjach, Emitent powinien w niej udostępnić informacje o:

- 1) celach emisji, jeżeli są określone,
- 2) wielkości emisji,
- 3) wartości nominalnej i ceny emisyjnej obligacji lub sposobu jej ustalenia,
- 4) warunkach wykupu,
- 5) warunkach wypłaty oprocentowania,
- 6) wysokości i formy ewentualnego zabezpieczenia i oznaczenia podmiotu udzielającego zabezpieczenia,
- 7) wartości zaciągniętych zobowiązań na ostatni dzień kwartału poprzedzającego udostępnienie propozycji nabycia oraz perspektywy kształtowania zobowiązań emitenta do czasu całkowitego wykupu obligacji proponowanych do nabycia,
- 8) danych umożliwiających potencjalnym nabywcom obligacji orientację w efektach przedsięwzięcia, które ma być sfinansowane z emisji obligacji, oraz zdolności emitenta do wywiązania się z zobowiązań wynikających z obligacji, jeżeli przedsięwzięcie jest określone,
- 9) zasadach przeliczania wartości świadczenia niepieniężnego na świadczenie pieniężne.

Należy także pamiętać, że emitent prowadzący działalność dłużej niż rok jest obowiązany udostępnić sprawozdanie finansowe, sporządzone na dzień bilansowy przypadający nie wcześniej niż 15 miesięcy przed datą publikacji warunków emisji, wraz z opinią biegłego rewidenta.

Emitent może skierować Propozycję nabycia samodzielnie lub skorzystać z pomocy firm inwestycyjnych, które zadbają o odpowiednie uplasowanie oferty.

Objęcie obligacji odbywa się, gdy inwestor (obligatariusz) przyjmuje ją (zwykle wypełniając określony formularz) oraz wpłaca środki na rachunek emitenta. Jeżeli obligacje wydawane są w formie dokumentu – emitent wydaje dokument, jeżeli w formie zdematerializowanej – następuje zapisanie ich w odpowiednim rejestrze na rachunku inwestora. Jeżeli obligacje będą kierowane na Catalyst powinny zostać zarejestrowane w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych.

Proces przeprowadzenia oferty prywatnej trwa znacznie krócej niż w przypadku oferty publicznej, zwykle koszt jej przeprowadzenia jest również niższy.

Terminy związane z ofertą obligacji

Zgodnie z ustawą o obligacjach, termin do zapisywania się na obligacje w wypadku emisji publicznych nie może być dłuższy niż 3 miesiące od dnia rozpoczęcia emisji. W ciągu dwóch tygodni od dnia zamknięcia publicznej subskrypcji emitent musi dokonać przydziału obligacji, zgodnie z zasadami określonymi w warunkach emisji.

W przypadku emisji niepublicznej obowiązują ustawowe wytyczne co do terminów:

1. termin na przyjęcie propozycji nabycia wynosi 3 tygodnie od dnia jej otrzymania, chyba że emitent określi inny termin,
2. termin składania kolejnych propozycji nabycia obligacji nie może być dłuższy niż 6 tygodni od dnia złożenia pierwszej propozycji,
3. termin dokonania przydziału obligacji wynosi 6 tygodni od dnia złożenia ostatniej propozycji nabycia, chyba że emitent określi w warunkach emisji krótszy termin.

W jaki sposób skutecznie pozyskać kapitał przy pomocy obligacji?

Powodzenie oferty obligacji zależy od wielu czynników. O ile przedsiębiorstwo nie ma wpływu na koniunkturę na rynku obligacji, ma możliwość uatrakcyjnienia oferty. W okresie, gdy inwestorzy

cechują się wysoką awersją do ryzyka, argumentem przekonującym do nabycia papierów dłużnych spółki może być ustanowienie ratingu lub zabezpieczenie obligacji.

Rating

Powodzenie oferty obligacji zależy od dwóch głównych czynników - zysku możliwego do osiągnięcia przez obligatariusza (czyli zazwyczaj od wysokości oprocentowania obligacji) oraz od ryzyka niewywiązania się emitenta ze swojego zobowiązania. Miarą ryzyka kredytowego emitentów dłużnych papierów wartościowych jest rating, czyli wynik oceny zjawisk ekonomicznych za pomocą nienumerycznych symboli. Rating określa wiarygodność finansową oraz zdolność przedsiębiorstwa do regulowania krótko- i długoterminowych zobowiązań w perspektywie do 3 lat.

Ocenę ratingową danego podmiotu wydają niezależne podmioty - tzw. agencje ratingowe, które przeprowadzają jakościową klasyfikację papierów dłużnych pod kątem wiarygodności finansowej ich emitentów oraz warunków rynkowych.

W tabeli poniżej przedstawiono skalę ratingową:

Tabela 1. Skala ratingowa obligacji długoterminowych

| Grupa | Rating | Opis ryzyka |
|---------------------|---|---|
| Poziom inwestycyjny | AAA | Najniższy poziom ryzyka kredytowego. Wiarygodność finansowa na najwyższym poziomie. Rating nadawany wyłącznie w przypadku wyjątkowo wysokiej zdolności do obsługi zobowiązań finansowych. |
| | AA+ | Bardzo niskie ryzyko kredytowe. Wiarygodność finansowa na bardzo wysokim poziomie. Bardzo wysoka zdolność do obsługi zobowiązań. Niska podatność na niekorzystne warunki gospodarcze. |
| | AA | |
| | AA- | |
| | A+ | Niskie prawdopodobieństwo wystąpienia niewypłacalności. Wysoka wiarygodność finansowa i zdolność do obsługi zobowiązań. Przeciętna odporność na wpływ niekorzystnych warunków gospodarczych utrzymujących się przez dłuższy czas. |
| A | | |
| A- | | |
| BBB+ | Ryzyko kredytowe na średnim poziomie. Dobra wiarygodność finansowa i wystarczająca zdolność do obsługi zobowiązań w dłuższym terminie. Podwyższona podatność na utrzymujące się przez dłuższy czas niekorzystne warunki gospodarcze. | |
| BBB | | |
| BBB- | | |
| Poziom spekulacyjny | BB+ | Podwyższone ryzyko kredytowe. Relatywnie niższa wiarygodność finansowa. Wystarczająca zdolność do obsługi zobowiązań w przeciętnych lub sprzyjających warunkach gospodarczych. Wysoki lub średni poziom odzyskania wierzytelności w przypadku wystąpienia niewypłacalności. |
| | BB | |
| | BB- | |
| | B+ | Wysokie ryzyko kredytowe. Zdolność do obsługi zobowiązań jedynie przy sprzyjających warunkach zewnętrznych. Średni lub niski poziom odzyskania wierzytelności w przypadku wystąpienia niewypłacalności. |
| | B | |
| | B- | |
| CCC | Bardzo wysokie ryzyko kredytowe. Bardzo niska zdolność do płynnej obsługi zobowiązań nawet w przypadku sprzyjających warunków gospodarczych. Niski lub bardzo niski poziom odzyskania wierzytelności w przypadku wystąpienia niewypłacalności | |
| CC | | |
| C | | |

D

Niewypłacalność lub toczące się postępowanie upadłościowe. Bez dodatkowego wsparcia z zewnątrz poziom odzyskania wierzytelności bardzo niski lub bliski zeru.

Źródło: <http://www.eurorating.pl>

Ocena ratingowa nie jest obowiązkowa, natomiast może być istotna przy podejmowaniu decyzji przez inwestorów, ponieważ analiza prowadzona przez agencje jest szersza i dokładniejsza niż tradycyjna analiza finansowa, dlatego warto rozważyć przeprowadzenie oceny dla emitowanych papierów dłużnych.

Zabezpieczenie obligacji

Obligacje mogą być zabezpieczone poprzez ustanowienie hipoteki, ustanowienie zastawu rejestrowego, poręczenie a także poprzez inne zabezpieczenia. Każde zabezpieczenie musi zostać wycenione. Dochodzenie roszczeń z tytułu obligacji objętych powyższymi zabezpieczeniami przebiegać może następująco:

Windykacja należności z tytułu obligacji zabezpieczonej hipoteką odbywa się zgodnie z przepisami o sądowym postępowaniu egzekucyjnym. Przeprowadza ją komornik na którego terenie znajduje się nieruchomość. Egzekucja składa się z kilku etapów - zajęcia nieruchomości, oszacowania jej wartości oraz przeprowadzenia licytacji i podziału sumy uzyskanej przez egzekucję z nieruchomości. Pierwszeństwo do zaspokojenia z uzyskanej sumy posiadają wierzyciele z obligacji zabezpieczonych daną hipoteką.

Zaspokojenie wierzytelności z tytułu obligacji zabezpieczonej zastawem rejestrowym może przebiegać, w zależności od przepisów Ustawy o zastawie rejestrowym i rejestrze zastawów, w drodze postępowania egzekucyjnego, poprzez przejęcie na własność przedmiotu zastawu, lub poprzez zorganizowanie przetargu publicznego przeprowadzonego przez notariusza lub komornika. Wcześniej wierzyciel musi jednak poinformować dłużnika o zamiarze podjęcia działań zmierzających do zaspokojenia roszczeń wynikających z zastawu.

W przypadku zaspokojenia przez poręczenie, poręczyciel odpowiada solidarnie z dłużnikiem. Wierzyciel może żądać wypłaty zobowiązania od samego dłużnika, od samego poręczyciela, lub od nich obu na raz.

Szczególne rodzaje obligacji

Ustawa o obligacjach oraz kodeks spółek handlowych przedstawiają szczególne rodzaje obligacji – obligacje zamienne, z prawem pierwszeństwa i przychodowe.

Obligacje zamienne

Podjęcie uchwały o emisji obligacji zamiennych na akcje upoważnia spółkę do dokonania emisji obligacji zamiennych, uprawniających do świadczeń niepieniężnych w postaci prawa do wymiany obligacji na akcje. Z prawnego punktu widzenia obligacje zamienne należą do kategorii papierów wartościowych o charakterze dłużnym, gdyż ich emisja jest formą zaciągania długu. W stosunku jednak do innych źródeł finansowania działalności przedsiębiorstwa (np. kredyt, pożyczka) charakteryzują się one z reguły niższym kosztem pozyskania kapitału. Dodatkowym atutem emisji obligacji zamiennych, zwłaszcza w porównaniu do emisji akcji jest fakt, iż do momentu wymiany jednych papierów wartościowych na drugie nie zostaje zwiększony, a jednocześnie rozwodniony kapitał własny emitenta.

Obligacje zamienne na akcje mogą być wykorzystywane przez spółki, których aktualna sytuacja nie jest korzystna do przeprowadzenia emisji akcji, tzn. np. ceny rynkowe akcji są dość niskie i jest dopiero oczekiwany późniejszy ich wzrost.

Przedsiębiorstwo może wyemitować obligacje zamienne na akcje tylko, jeśli statut spółki tak stanowi. Co istotne, obligacje zamienne nie mogą być emitowane poniżej wartości nominalnej i nie mogą być wydawane przed pełną wpłatą.

Uchwała o emisji obligacji zamiennych i akcji wydawanych w zamian za te obligacje może być podjęta jedynie przez Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy i podlega zgłoszeniu do rejestru handlowego.

W dniu wykupu obligacji, obligatariusz ma prawo do wymiany obligacji na akcje. Oświadczenie obligatariusza o zamianie obligacji na akcje wymaga formy pisemnej i powinno zostać złożone spółce.

Obligacje z prawem pierwszeństwa

Spółka może emitować obligacje uprawniające obligatariuszy - oprócz innych świadczeń - do subskrybowania akcji spółki z pierwszeństwem przed jej akcjonariuszami, zwane obligacjami z prawem pierwszeństwa.

Uchwała o emisji obligacji z prawem pierwszeństwa powinna określać liczbę akcji przypadających na jedną obligację oraz cenę emisyjną akcji lub sposób jej ustalenia. Uchwała o emisji obligacji określa również termin wygaśnięcia uprawnień obligatariuszy wynikających z przyznanego prawa pierwszeństwa.

Obligacje przychodowe

Obligacje przychodowe mogą przyznawać ich posiadaczowi prawo do zaspokojenia swoich roszczeń z pierwszeństwem przed innymi wierzycielami emitenta. Niestety katalog emitentów obligacji przychodowych, przedstawiony w Ustawie o obligacjach, jest wąski, co stanowi istotne ograniczenie dla rozwoju tego typu instrumentów dłużnych.

Rynek obligacji - Catalyst

Do niedawna obrót obligacjami korporacyjnymi był nikły ze względu na brak zorganizowanej platformy obrotu. Papiery dłużne przedsiębiorstw cechowały się bardzo niską płynnością, więc obrót wtórny praktycznie nie istniał. Z tego też powodu wielu inwestorów rozważających możliwość zakupu obligacji korporacyjnych musiało porzucić swoje plany, ponieważ utrudnienia w obrocie zwiększały ryzyko inwestycji. To z kolei przekładało się na niższe wartości emisji papierów dłużnych przez podmioty gospodarcze, a także na to, iż w zakresie finansowania dłużnego dominowały kredyty bankowe.

30 września 2009 roku rozpoczął działalność rynek obligacji Catalyst. Prowadzony jest na platformach transakcyjnych Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie i BondSpot (dawniej: MTS CeTO). Catalyst tworzą cztery platformy obrotu. Dwie prowadzone przez GPW – w formule rynku regulowanego i ASO - przeznaczone są dla klientów detalicznych, analogiczne dwa rynki BondSpotu dedykowane są klientom hurtowym. Wszystkie przeznaczone są dla nieskarbowych instrumentów dłużnych - obligacji komunalnych, korporacyjnych oraz listów zastawnych. Zasady notowań sesyjnych na rynkach regulowanych i alternatywnych są identyczne. Jedyne różnice dotyczą sposobu zawierania transakcji pakietowych. Na wszystkich rynkach tworzących Catalyst realizacja transakcji gwarantowana jest przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych, a na emitentach spoczywają obowiązki informacyjne dotyczące raportów bieżących i okresowych.

Celem rynku Catalyst jest ułatwienie zdobycia kapitału przez przedsiębiorstwa, zwiększenie ich wiarygodności w oczach inwestorów, a także promocja spółki oraz możliwość dokonywania inwestycji w obligacje przez osoby i podmioty o mniejszych zasobach finansowych.

Na dzień 10 października 2010 r. na rynku Catalyst było notowanych 136 obligacji, w tym 48 korporacyjnych papierów dłużnych.

Autoryzacja emisji na rynku Catalyst

Autoryzacja obligacji na Catalyst związana jest z przyjęciem przez emitenta obowiązków informacyjnych określonych w Regulaminie Catalyst oraz zarejestrowaniem emisji w systemie informacyjnym Catalyst poprzez nadanie jej specjalnego oznaczenia. O autoryzację emisji mogą

ubiegać się nie tylko te podmioty, które planują skierowanie instrumentów do obrotu wtórnego. Mogą o to występować również emitenci, którzy takich zamiarów nie mają, a nawet ci których emisje nie zostały jeszcze zdematerializowane.

Autoryzacja Catalyst i poddanie się obowiązkom informacyjnym to decyzja, która może być dla emitenta źródłem wymiernych korzyści. Nawet w przypadku braku zamiaru wprowadzenia bieżącej emisji obligacji do obrotu, Autoryzacja Catalyst to dobry sposób na pozyskanie inwestorów dla kolejnych emisji i ich obiektywną wycenę.

Ponadto autoryzacja Catalyst umożliwia zaistnienie na rynku publicznym także tym emitentom, których obligacje zostały już wyemitowane, są w całości lub części w posiadaniu nabywców. Uzyskanie autoryzacji Catalyst może się okazać, z punktu widzenia emitentów posunięciem bardzo korzystnym, otwierającym nowe możliwości promocji emitenta. Z chwilą autoryzacji podmiot staje się uczestnikiem prestiżowego rynku prowadzonego przez Giełdę Papierów Wartościowych. To doskonały sygnał zarówno dla inwestorów jak i kontrahentów jednostki samorządu terytorialnego lub spółki emitującej obligacje.

Podsumowanie

Obecne warunki rynkowe sprawiają, że pozyskanie finansowania przez kredyt bankowy lub emisję akcji może być trudne i kosztowne. Pamiętając jednocześnie, że nawet najlepszy pomysł biznesowy, bez środków finansowych może doprowadzić do ograniczenia działalności a w skrajnym przypadku do bankructwa przedsiębiorstwa, emisja obligacji może być interesującą alternatywą dla spółek, które chcą pozyskać kapitał.