

Obligacje na cenzurowanym.

Dlaczego zaostrzono prawo obligacji?



Źródło: <https://literalmagazine.com/regulation/>

WPROWADZENIE

Przez ostatnie 6 lat w Polsce szczególnie dużo zmian w przepisach prawa dotknęło obligacji nieskarbowych. Ich celem była głównie **ochrona osób fizycznych oraz ograniczanie kierowanych do tych osób emisji obligacji mających cechy missellingu**.

Skutkiem zmian w prawie są nowe obowiązki informacyjne emitentów nieskarbowych papierów dłużnych oraz coraz większe wymogi dotyczące oferowania takich papierów osobom fizycznym.

Choć ilość dostępnych publicznie informacji o emitentach i rynku obligacji znacząco wzrosła, to czy inwestorzy będą potrafili te informacje wykorzystać choćby po to, aby uniknąć obligacyjnych „min”?

Czesław Bartłomiej Martysz

Warszawa, czerwiec 2024 r.

Niepisany cel ostatnich zmian w prawie obligacji była **ochrona osób fizycznych oraz ograniczania kierowanych do tych osób emisji obligacji mających cechy missellingu** (np. Getback), w szczególności emisji obligacji przez mało transparentne, nienotowane spółki o wątpliwym modelu biznesowym. Oczywiście wspólnym mianownikiem felernych emisji było to, że wszyscy ci emitenci w pewnym momencie... przestali płacić odsetki a później nie spłacali kapitału. Skutkiem zmian w polskim prawie są dziś nowe obowiązki informacyjne emitentów nieskarbowych papierów dłużnych oraz większe wymogi dotyczące oferowania takich papierów osobom fizycznym. Ilość dostępnych publicznie informacji o emitentach znacząco wzrosła, ale czy „drobni” inwestorzy będą potrafili te informacje wykorzystać, aby uniknąć dotkliwych upadłości emitentów obligacji?

Jednym z wątków **afery Getback S.A.** były obligacje, oferowane masowo i w nieuczciwy sposób osobom fizycznym, które to osoby słowo „obligacje” kojarzyły niemal wyłącznie z „obligacjami skarbowymi”. Wówczas, aby wyemitować obligacje bez prospektu emisyjnego, wystarczyło zaoferować je maksymalnie 149 osobom. Aby pozyskać pieniądze łatwo, szybko i bez „zbędnych” formalności, spółka Getback robiła więc tzw. „pełzające emisje”, emitując masowo jedną serię za drugą, tak aby każda z tych serii „zmieściła” się w formalnym limicie 149 osób. Po ogłoszeniu upadłości okazało się, że Getback wyemitował ponad 2,2 mld zł obligacji, w tym aż 1,7 mld zarejestrowano poza Krajowym Depozytem Papierów Wartościowych (KDPW, stan na 30.04.2020). Gros obligatariuszy Getbacku stanowiły niestety osoby fizyczne.

Niewątpliwym wpływ na zaostrzenie przepisów obligacyjnych miały, oprócz Getbacku, także przypadki innych upadłości emitentów obligacji, jak np. Gant Development, PCZ, ZM Henryk Kania, Golub Gethouse czy Optima Development Poland. Uwagę regulatora przyciągnęły również inwestycje w tzw. condohotele, czyli nieruchomości w rzekomo atrakcyjnych turystycznie lokalizacjach, przeznaczone na wynajem krótkoterminowy - promujące je przekazy marketingowe bazowały na rzekomym bezpieczeństwie inwestycji, porównaniu do lokaty bankowej oraz na „gwarantowanych” zyskach 7%-10% rocznie.

Pozyskiwaniu inwestorów detalicznych sprzyjała bowiem **szczególna cecha papierów dłużnych**, jakim są ustalone z góry zasady wypłaty odsetek (ew. dyskonto, czyli zakup papierów zerokuponowych poniżej nominału). Papiery dłużne po angielsku określa się jako fixed income (instrumenty o stałym dochodzie) i przeciwstawia instrumentom typu equity (np. akcje i udziały), które nie stwarzają obowiązku wypłaty dywidend ani żadnej innej formy dochodu. W Polsce większość obligacji korporacyjnych ma oprocentowanie zmienne oparte o WIBOR i stałą marżę, co łącznie daje zwykle wyższe oprocentowanie od lokat bankowych. To właśnie fakt, że papiery dłużne mają „gwarantować” pewne dochody może przyciągać konserwatywnych inwestorów bardziej niż np. akcje czy fundusze inwestycyjne, które żadnego dochodu przecież nie gwarantują. Oczywiście analizując papiery dłużne powinniśmy patrzeć nie tylko na to, jakie oprocentowanie „gwarantują”, ale przede wszystkim kto je emituje, wszak właśnie przez to jedne obligacje stają się innym obligacjom nierówne.

Dlaczego **inwestorom detalicznym** (głównie osobom fizycznym) poświęca się tyle uwagi i ochrony? W doktrynie przyjęło się, że inwestor detaliczny dysponuje ograniczoną wiedzą, nie do końca rozumie w co inwestuje i jest podatny na sugestie wszelkiej maści „doradców” czy dystrybutorów instrumentów finansowych. Na rynku finansowym wiele lat temu powstała nawet opinia, że jeśli nie masz szansy otrzymać finansowania z banku, funduszu private equity, aniołów biznesu czy od inwestorów instytucjonalnych, to ostatnią deską ratunku są... klienci detaliczni – wystarczy tylko ładnie „opakować” marketingowo pomysł na biznes i sprzedać go w formie obligacji. Dziś nie jest to takie proste, choćby za sprawą obowiązującej od 3 stycznia 2018 r. Dyrektywą MIFID II, która m.in. doprecyzowała zasady badania wiedzy inwestorów, zanim będzie się im oferować ryzykowne instrumenty finansowe.

Wracając do zmian prawnych – ich kamieniem milowym i de facto pokłosiem afery Getback była Ustawa z 2018 r. (...) w związku ze wzmocnieniem nadzoru nad rynkiem finansowym oraz ochrony inwestorów (Polska), wprowadzająca m.in. obowiązkową od 1 lipca 2019 r. rejestrację obligacji w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych (KDPW). Ułatwiło to obrót papierami na rynku wtórnym i poprawiło przejrzystość rynku, ułatwiając gromadzenie informacji o papierach. Powstał bowiem także specjalny Rejestr Zobowiązań Emitentów (RZE, <https://data.kdpw.pl/oth/rze/info/>), obejmujący wszystkie obligacje (także zarejestrowane poza KDPW przed 1 lipca 2019 r.), gdzie gromadzone są m.in. informacje o nazwie emitenta, wszystkich seriach oraz zapadalnościach jego obligacji, kalendarzu płatności z tych obligacji, łącznej wartości wyemitowanych obligacji oraz wartości niewypełnionych przez emitenta zobowiązań z tego tytułu. Warto zauważyć, że RZE ułatwia wyszukiwanie informacji na temat papierów dłużnych nie tylko inwestorom, ale również... nadzorowi (UKNF).

Ustawa z 2018 r. wprowadziła jeszcze dwie istotne zmiany. Po pierwsze, nawiązując do unijnego Rozporządzenia Prospektowego (2017/1129), dziś **ofertą publiczną** jest każda oferta obligacji kierowana przynajmniej do... dwóch inwestorów (poprzednio do 149). Ale w Polsce wprowadzono dodatkowo obostrzenie – otóż jeżeli chcemy oferować obligacje do osób fizycznych bez konieczności publikacji prospektu emisyjnego, to jednym ze sposobów jest emisja tylko do 149 osób... rocznie! Ta zmiana jest bezpośrednią odpowiedzią na tzw. „pełzające emisje” Getbacku.

Po drugie, zgodnie z regulaminem KDPW emisje obligacji mogą być rejestrowane i rozliczane bezpośrednio w KDPW na zasadzie DvP (delivery versus payment) tylko wtedy, gdy przed emisją papiery te uzyskają formalne dopuszczenie do obrotu na Catalyst (czyli będą „przygotowane” do notowania na giełdzie i będą zatwierdzone przez Giełdę Papierów Wartościowych, GPW). Jeżeli takiego dopuszczenia nie ma, to nawet jeśli emitent planuje w przyszłości mieć notowane obligacje, to ich emisja i rozliczenie musi zostać przeprowadzone za pośrednictwem agenta emisji zdefiniowanego w art. 7a ustawy o obrocie – czyli w praktyce to biuro / dom maklerski lub bank muszą przed emisją obligacji sprawdzić emitenta pod kątem formalnym, m.in. zbierając od niego stosowne oświadczenia.

Równoległe z RZE powstała także strona **RGI KDPW** (<https://rgi.kdpw.pl/>), gromadząca **informacje o rejestracjach papierów dokonywanych za pośrednictwem agentów emisji**. Dzięki temu możemy dowiedzieć się m.in., która instytucja finansowa odpowiadała za rejestrację papierów i zwykle także za ich oferowanie do inwestorów. Aby znaleźć odpowiedni papier wystarczy najpierw wyszukać go w RZE po nazwie emitenta a następnie wyszukać jego numer ISIN w RGI.

Kolejne zaostrenie przepisów nastąpiło niespełna 5 lat później. Już 29 września 2023 r. weszła w życie większość przepisów Ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku, zwanej w środowisku prawniczym „**Warzywniakiem**” z uwagi na to, że ustawa zmieniała kilkadziesiąt aktów prawnych na zasadzie „od Sasa do Lasa”.

Jedną z kluczowych zmian, które wprowadza „Warzywniak” jest **ograniczenie sprzedaży obligacji korporacyjnych klientom detalicznym**, gdy w warunkach emisji tych papierów nie przewidziano ich notowania (na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemem obrotu). W skrócie – jeżeli obligacje nie będą notowane, a mają je kupować inwestorzy detaliczni, to ich nominal powinien wynosić równowartość min. 40 tys. euro. Ustawodawca założył, że podnosząc nominal obligacji ograniczy grupę docelową do inwestorów bardziej zamożnych, a przez to potencjalnie bardziej świadomych ryzyka związanego w inwestowanie w nienotowane papiery. „**Warzywniak**” **narzucił też inne dodatkowe obowiązki na emitentów obligacji, m.in.:**

- 1) Klienci detaliczni muszą nabywać obligacje za pośrednictwem firm inwestycyjnych,
- 2) Emitenci obligacji muszą podawać w propozycjach nabycia także informacje o zadłużeniu grupy kapitałowej, jeżeli emitent do takiej należy.

- 3) Emitenci nienotowanych obligacji (do czasu wykupu papierów) muszą publikować na swojej stronie internetowej roczne sprawozdania finansowe wraz z badaniem audytora oraz dodatkowo deponować te materiały w formie wydruków u agenta dokumentacyjnego.
- 4) Emitenci muszą wskazywać szacunkowe wartości zobowiązań finansowych oraz szacowaną strukturą finansowania emitenta oraz jego grupy kapitałowej, rozumianej jako wartość i udział procentowy zobowiązań z tytułu kredytów i pożyczek, emisji dłużnych papierów wartościowych, leasingu w sumie pasywów bilansu emitenta, na ostatni dzień roku obrotowego, w którym nastąpiła emisja, oraz na dzień kończący okres 12 miesięcy od daty emisji, a w przypadku gdy termin wykupu obligacji przypada przed upływem 12 miesięcy od dnia emisji – na dzień wykupu obligacji.
- 5) Emitenci muszą w sprawozdaniach finansowych wyjaśnić istotne różnice między ww. prognozami kształtowania się zobowiązań finansowych oraz faktycznymi zobowiązaniami finansowymi emitenta wynikającymi z ksiąg rachunkowych.
- 6) Emitenci oraz ich jednostki dominujące muszą dodatkowo oświadczać, że według ich najlepszej wiedzy informacje przekazane przez emitenta do RZE są kompletne i aktualne.

Na tym nie koniec zmian. Dopełnieniem „Warzywniaka” jest **Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 22 marca 2024 r.** w sprawie dodatkowych informacji przekazywanych KDPW przed zawarciem umowy, której przedmiotem jest rejestracja papierów wartościowych. Rozporządzenie weszło w życie 30 maja 2024 r i nakazuje dodatkowo, w czasie rejestracji papierów, przekazywać do KDPW informacje takie jak:

- 1) liczbę zaoferowanych papierów wartościowych;
- 2) sposób oferowania papierów wartościowych;
- 3) maksymalną jednostkową cenę emisyjną ;
- 4) datę rozpoczęcia i zakończenia subskrypcji oraz przydziału papierów wartościowych;
- 5) agent emisji albo informację o braku agenta emisji;
- 6) docelowy rynek notowań (jeśli dotyczy);
- 7) datę zatwierdzenia prospektu albo informację o braku obowiązku udostępnienia prospektu do publicznej wiadomości ze wskazaniem podstawy prawnej braku tego obowiązku;

Co ciekawe, rozporządzenie wymusza obowiązek uzupełnienia ww. informacji dla obligacji niezapadłych przed 30 maja 2024 r. PRZEZ SAMEGO EMITENTA (a nie przez podmiot prowadzący ewidencję obligacji zarejestrowanych poza KDPW, jak w przypadku ustawy o wzmocnieniu nadzoru). Ponadto powyższy katalog informacji (w przypadku notowanych obligacji) można łatwo znaleźć w **dokumentach i notach informacyjnych, publikowanych przez emitentów na stronach GPW Catalyst** (<https://gpcatalyst.pl/emitenci-obligacji-dokumenty-firmy>). To właśnie tam emitenci pokazują m.in. ilu inwestorów kupiło obligacje oraz jakie były koszty emisji (co jest bardzo cennym źródłem informacji dla oferujących 😊), Wydaje się jednak, że głównym celem uzupełnienia danych rejestracyjnych o ww. katalog informacji jest ułatwienie pracy... nadzorowi, który dzięki temu będzie mógł łatwiej wyłapywać papiery kierowane do klientów detalicznych, bo te przecież są potencjalnie najbardziej podejrzane...

Najprostszą receptą na unikanie nietrafionych inwestycji w obligacje wydaje się **edukacja**. Przykładem jest kampania UOKiK „Policz i nie przelicz się”, którą można streścić w czterech słowach: czytaj, pytaj, analizuj i dostrzegaj ryzyko. Jak już pisaliśmy w innym materiale Investthink, upadłości emitentów obligacji korporacyjnych to immanentna cecha rynku finansowego – jest to naturalne oczyszczanie się rynku z najsłabszych graczy. Upadłość musi wystąpić co jakiś czas, to kwestia statystyki, którą trudno „przechytrzyć”, dlatego kluczem do mitygacji tego ryzyka jest odpowiednia **dywersyfikacja portfela oraz selekcja emitentów o najniższym ryzyku kredytowym**. Tu istotną sugestią są **ratingi inwestycyjne**, których na polskim rynku obligacji jest co kot napłakał. Innym rozwiązaniem jest inwestowanie w obligacje pośrednio, poprzez **dłużne fundusze inwestycyjne** – wszak ich aktywa w Polsce stanowią przeszło połowę wszystkich aktywów funduszy inwestycyjnych rynku kapitałowego. „Pośrednictwo” funduszu wymusza dywersyfikację ryzyka, choć zwykle kosztem niższej stopy zwrotu, wszak zarządzanie funduszem też kosztuje.

Materiał ma charakter wyłącznie edukacyjny i wyraża prywatne opinie autorów. Materiał ten nie powinien być traktowany jako doradztwo inwestycyjne, prawne lub podatkowe.

Z ostatnich zmiany prawa obligacji w Polsce płynie jasny przekaz - jeżeli chcesz szeroko oferować obligacje osobom fizycznym, to musisz mieć prospekt emisyjny, który zatwierdza KNF. To formalne „sito” wydaje się mocno ograniczać dosyć kontrowersyjne, niewielkie emisje kierowane kilkoma seriami do inwestorów indywidualnych. Koszty sporządzenia prospektu i masa wymaganych w nim informacji potencjalnie odstrasza emitentów obligacji liczących na łatwe pieniądze z obligacji kupowanych przez osoby fizyczne. Z drugiej strony emitenci o dobrym standingu będą mieć bardziej pod górę, szczególnie jeśli będą potrzebowali kilku emisji w danym roku – tym bardziej, że czas weryfikacji prospektu emisyjnego przez KNF do najkrótszych niestety nie należy, co jest wskazywane jako jeden z problemów rozwoju rynku kapitałowego.

Podsumowując:

- 1) zaostrzenie przepisów regulujących emisje obligacji poprawiło przejrzystość rynku i dało inwestorom jak i nadzorowi wiele nowych narzędzi oceny ryzyka inwestycji w obligacje – pytanie, czy będą potrafili je wykorzystać?
- 2) obligacje korporacyjne są „tylko” instrumentem finansowym – narzędziem finansowania się przedsiębiorstw, którego szczególna cecha (względnie stałe oprocentowanie, wyższe od oprocentowania lokat) może przyciągać konserwatywnych inwestorów bardziej niż np. akcje czy fundusze inwestycyjne.
- 3) zaostrzenie przepisów regulujących emisje obligacje nigdy nie wyeliminuje ryzyka kredytowego, czyli upadłości emitentów obligacji, bo one zawsze będą naturalnym elementem gospodarki rynkowej.
- 4) zaostrzenie przepisów regulujących emisje obligacji nie wyeliminuje również ani nieuczciwych emitentów, wszak ci mogą próbować oszukać inwestorów za pomocą innych instrumentów, takich jak akcje, weksle czy pożyczki. Zamiast skupiać się na instrumencie, skupiamy się na bardziej emitencie – jego biznesie, wiarygodności, sprawozdaniu finansowym, ratingu czy opisujących go profesjonalnych raportach.
- 5) publikacja prospektu emisyjnego czy nadzór KNF nad emitentem nie wolno traktować jako „gwarancję kapitału” – pomijając naturalne niedoskonałości nadzoru nad rynkiem finansowym trzeba pamiętać, że nadzór sprawdza przede wszystkim wymogi formalne (np. czy w prospekcie podano wymagane informacje) a nie to, czy dana inwestycja jest „bezpieczna”.
- 6) Żadna interwencja prawna nie wyeliminuje ryzyka inwestycji – tu nadal musimy polegać na żmudnej analizie, zadawaniu pytań i racjonalnym podejściu do inwestowania.

Źródła:

- GPW Catalyst, noty i dokumenty informacyjne, <https://gpwcatalyst.pl/emitenci-obligacji-dokumenty-firmy>
- EY, Warzywniak, https://www.ey.com/pl_pl/law/warzywniak-istotne-zmiany-dla-instytucji-finansowych
- Investthink, Czy da się uniknąć bankructw emitentów obligacji korporacyjnych?, <https://investthink.org/czy-da-sie-uniknac-bankructw-emitentow-obligacji-korporacyjnych/>
- Investthink, RZE, czyli rewolucja w obligacjach, <https://investthink.org/rze-czyli-rewolucja-w-obligacjach/>
- Martysz C. B., Polski rynek obligacji nieskarbowych - nowe zasady rejestracji obligacji oraz analiza rejestru zobowiązań emitentów, "Finanse i Prawo Finansowe", 2020, vol. 3(27), s. 91-107, <https://doi.org/10.18778/2391-6478.S.2021.06>,
- RGI, <https://rgi.kdpw.pl/>
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów

wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylecia dyrektywy 2003/71/WE

- RZE, <https://data.kdpw.pl/oth/rze/info/>
- UKNF, Komunikat Urzędu KNF w sprawie inwestycji alternatywnych w nieruchomości. Przed ryzykiem związanym z inwestowaniem w „condohotele” w swoim komunikacie ostrzega także UOKiK, https://www.knf.gov.pl/o_nas/komunikaty?articleId=67218&p_id=18
- UOKiK, Akcje i obligacje - policz i nie przelicz się, https://archiwum.uokik.gov.pl/aktualnosci.php?news_id=17805
- Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach
- Analizy.pl, aktywa funduszy inwestycyjnych, kwiecień 2024, <https://www.analizy.pl/raporty/35058/aktywa-funduszy-inwestycyjnych-kwiecien-2024>