

Pionierska publiczna emisja obligacji bez prospektu emisyjnego – case study PTI SA

Kamil Gemra*

Streszczenie: *Cel* – Przeanalizowanie zmian w ustawie o ofercie publicznej dotyczących wprowadzenia publicznej emisji obligacji bez prospektu emisyjnego oraz próba określenia wpływu zmian w prawie na emitentów.

Metodologia badania – Badanie oparte jest na metodzie case study oraz zawiera element badania kwestionariuszowego w postaci wywiadu.

Wynik – Zmiany w prawie otworzyły nową możliwość pozyskiwania kapitału od inwestorów indywidualnych. W ślad za pierwszym emitentem publiczną emisję obligacji bez prospektu przeprowadziły inne spółki. Dzięki łatwej procedurze emisji ten sposób pozyskiwania kapitału będzie nadal wykorzystywany, a jego popularność powinna rosnąć.

Oryginalność/wartość – Artykuł podejmuje stosunkowo nowe zagadnienie dotyczące Rynku Catalyst. Artykuł wnosi zarówno wartość naukową, jak i praktyczną dotyczącą nowych sposobów finansowania przedsiębiorstw.

Słowa kluczowe: obligacje, publiczna emisja, Rynek Catalyst

Wprowadzenie

Przedsiębiorstwa w dobie turbulentnego otoczenia szukają nowych możliwości finansowania. Czynnikiem wpływającym na decyzje dotyczące źródeł kapitału są regulacje prawne, które w konsekwencji prowadzą do zwiększania bądź zmniejszania dostępności danego źródła kapitału. Od momentu powstania rynku obligacji Catalyst przedsiębiorstwa chętniej korzystają z kapitału pochodzącego z emisji obligacji. Zmiany w prawie, jakie zaszły w 2013 roku umożliwiły pozyskiwanie środków z emisji obligacji w nowy, uproszczony i bardziej dostępny sposób. Co więcej, dzięki tym zmianom łatwiejszy stał się przepływ kapitału pomiędzy inwestorami indywidualnymi a przedsiębiorstwami.

Celem artykułu jest przeanalizowanie zmian prawnych dotyczących ustawy o ofercie publicznej oraz ich wpływu na emitentów obligacji. W artykule analizowany jest pierwszy przypadek emisji obligacji według nowych regulacji. Na tej podstawie dochodzi do wyciągnięcia wniosków i przewidywań, które dotyczą publicznych emisji obligacji.

* mgr Kamil Gemra, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie, ul. Madalińskiego 6/8, 02-513 Warszawa, e-mail:kamil.gemra@gmail.com.

1. Kapitał dłużny w działalności przedsiębiorstw

Zdefiniowanie kapitału wiąże się z przytoczeniem kilkunastu definicji. J. Grzywacz zauważa, iż dzięki analizie różnych definicji kapitału można przyjąć, że kapitał ma charakter zasobowy. Oznacza to, że stanowi go posiadany majątek mogący przynosić dochody (Grzywacz 2012: 12). Można zatem przyjąć, iż na kapitał należy patrzeć w dwojaki sposób. Z jednej strony na jego aspekt rzeczowy, wówczas kapitał to wszelki zasób przedsiębiorstwa. Z drugiej strony na kapitał można patrzeć w aspekcie finansowym, jako określenie źródeł jego pochodzenia (Michalczuk 2009: 317). Oczywiście nie sposób jest dociec, które podejście jest właściwsze i ważniejsze.

Zdefiniowanie kapitału jest przyczółkiem do dalszych rozważań. Przedsiębiorstwo bowiem na każdym etapie działalności staje przed problemem wyboru odpowiedniej struktury kapitału. Niemal każda decyzja podjęta w tym zakresie dla przedsiębiorstwa będzie miała wymiar finansowy, gdyż bezpośrednio lub pośrednio ma wpływ na kształtowanie się kondycji finansowej podmiotu gospodarczego (Duliniec 2011: 15). Kluczową kwestią jest decyzja dotycząca udziału kapitału obcego w strukturze kapitału. Niestety dla badaczy naukowych trudno jest jednoznacznie stwierdzić nawet to, czym tak naprawdę jest struktura kapitału. Wynika to z wielu, często odmiennych poglądów na ten temat. Trudno jednoznacznie przesądzić, który pogląd dominuje.

Dosyć często występującym poglądem, szczególnie chętnie w praktyce gospodarczej, jest utożsamianie struktury kapitału ze źródłami finansowania przedsiębiorstwa. Oznacza to, iż struktura kapitału to nic innego, jak podział pasywów w bilansie. A. Cwynar i W. Cwynar krytykują takie podejście. Twierdzą oni bowiem, że pojęcie struktury kapitału odnosi się do kapitału zainwestowanego i nie jest prostym stosunkiem kapitału obcego i własnego w pasywach. Pod pojęciem kapitału zainwestowanego rozumie się sumę kapitału własnego oraz oprocentowanego kapitału obcego. Aktywa, które finansuje tak zainwestowany kapitał nazywane są aktywami netto¹, a stopę zwrotu z niego określa się jako stopa zwrotu z kapitału zainwestowanego (ROIC – *return on invested capital*). Według takiego podejścia w strukturze kapitału nie uwzględnia się nieoprocentowanych zobowiązań przedsiębiorstwa o krótkoterminowym charakterze, które nie są angażowane w przedsiębiorstwo w celu osiągnięcia pewnej stopy zwrotu, a ich cena nie jest wyrażona w stopie procentowej (Cwynar, Cwynar 2008: 69).

Nieco inne podejście prezentuje A. Duliniec, która utożsamia kapitał zainwestowany z aktywami operacyjnymi netto, czyli aktywami netto zdefiniowanymi jak A. Cwynar i W. Cwynar, ale pomniejszonymi o tzw. kapitał nadwyżkowy, zamrożony w aktywach niezwiązanych z podstawową działalnością przedsiębiorstwa (Cwynar, Cwynar 2008: 68). Podobne stanowisko zajmuje T. Copeland, który dodatkowo dzieli środki pieniężne na dwie

¹ Warto zaznaczyć, że pojęcia aktywa netto w teorii finansów, jak i praktyce gospodarczej używa się znacznie częściej jako różnicę pomiędzy sumą aktywów przedsiębiorstwa a sumą jego zobowiązań, czyli równą kapitałowi własnemu.

części, tzw. gotówkę operacyjną związaną z podstawową działalnością przedsiębiorstwa uwzględnianą w kapitale nadwyżkowym oraz gotówkę nadwyżkową, nieuwzględnianą w kapitale zainwestowanym (Copeland i in. 1997: 149–152). Z kolei S. Young i S. O'Byrne uwzględniają inwestycje krótkoterminowe w kapitale zainwestowanym twierdząc, że wyłączenie z niego gotówki nadwyżkowej jest uzasadnione, gdy szacuje się go w odniesieniu do oddziału firmy, a nie całego przedsiębiorstwa, ponieważ w takim przypadku zasobem środków pieniężnych zarządza centrala (Young, O'Byrne 2001: 57).

W kontekście struktury kapitału kluczowe jest jednak pojęcie optymalnej struktury kapitału, która zapewnia osiągnięcie optymalnej równowagi pomiędzy ryzykiem i korzyściami finansowymi. Oznacza to minimalizację WACC, maksymalizację wartości podmiotu oraz maksymalizację zysku lub wskaźnika ROE. Należy natomiast zauważyć, że w dalszym ciągu nie ma wypracowanej jednolitej teorii struktury kapitału. Wynika to z tego, że na jej kształtowanie wpływa wiele różnych czynników. Wśród nich można wyróżnić dwie grupy: czynniki statyczne i dynamiczne. Teoria statyczna zakłada, że dana jest wartość kapitału niezbędna do sfinansowania przedsiębiorstwa, a problemem jest jedynie określenie jego optymalnej struktury. Teoria dynamiczna zakłada natomiast zmienną wartość kapitału potrzebną do finansowania działalności przedsiębiorstwa. Kluczowym zagadnieniem staje się natomiast kolejność pozyskiwanych różnych źródeł kapitału (Kędzior 2011: 134). Czynniki decydujące o źródłach kapitału, a więc o strukturze kapitału w przedsiębiorstwie można podzielić na dwie zasadnicze grupy. Są to uwarunkowania mikroekonomiczne oraz makroekonomiczne (Janasz i in. 2005: 52). Wśród czynników mikroekonomicznych można wymienić takie faktory, jak: wielkość przedsiębiorstwa, jego rentowność, tempo rozwoju firmy, rodzaj aktywów, specyfika branży oraz relacje pomiędzy menedżerami a właścicielami. Do czynników makroekonomicznych możemy zaliczyć przepisy prawa regulujące powstawanie przedsiębiorstw, stan rynku finansowego i jego rozwój, przepisy podatkowe oraz system bankowy. Wymienione czynniki mikro- i makroekonomiczne wpływają głównie na decyzje oraz, co ważniejsze, warunkują dostępność kapitału obcego w przedsiębiorstwie.

Tabela 1

Czynniki wpływające na decyzje o finansowaniu obcym

Czynniki zachęcające	Czynniki zniechęcające
Korzyści podatkowe	Ryzyko bankructwa
Efekt dźwigni podatkowej	Koszty trudności finansowych
Sprzyjanie dyscyplinie finansowej i przeciwdziałanie przeinwestowaniu	Utrzymywanie kowenantów wymaganych przez banki
Utrzymanie kontroli nad firmą	Utrzymanie zdolności do wypłaty dywidend
Przeciwdziałanie niedowartościowaniu akcji dzięki redukcji kosztów informacyjnych związanych z pozyskiwaniem kapitału	Przeciwdziałanie niedoinwestowaniu poprzez zmniejszanie kosztów agencyjnych związanych z kapitałem obcym
Niskie stopy procentowe	Wysokie stopy procentowe

Źródło: opracowanie własne na podstawie Duliniec (2007): 82.

Warto zaznaczyć, że są to wybrane czynniki uogólniające sytuację przedsiębiorstw. W finansowaniu działalności bowiem kluczowe znaczenie ma podejście indywidualne do każdego zagadnienia.

2. Zmiany w prawie szansą dla emitentów

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 roku 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, a także niektórych innych ustaw (DzU 2013, 433). 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.

Jeżeli chodzi o zmianę definicji oferty publicznej, to kluczowe jest to, iż od nowelizacji ustawy oferta publiczna jest to oferta kierowana do co najmniej 150 osób lub nieoznaczonego adresata. Wcześniejsza 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.

W ustawie doszło również do zmian zasad prowadzenia akcji promocyjnej. Prowadzenie takiej akcji jest praktycznie możliwe jedynie przy publicznych emisjach po zatwierdzonym prospekcie. W przypadku emisji prywatnych nie można prowadzić akcji promocyjnej. W emisji publicznej bez prospektu można prowadzić akcję promocyjną, ale wcześniej materiały zatwierdza KNF. Jednocześnie doszło do zaostrenia sankcji dotyczącej akcji promocyjnej. Złamanie zapisów ustawy grozi karą do 10 mln zł oraz karą więzienia do 2 lat.

Jednak najważniejszą zmianą w ustawie było wprowadzenie możliwości publicznej emisji papierów wartościowych o wartości do 2,5 mln euro bez prospektu emisyjnego.

Główne zalety tego rozwiązania to:

- brak prospektu emisyjnego, a zatem skrócenie procedury emisji i ograniczenie kosztów,

- KNF nie zatwierdza memorandum informacyjnego, choć istnieje obowiązek jego napisania i opublikowania,
- możliwość prowadzenia akcji promocyjnej do nieoznaczonego adresata.

Natomiast wśród wad nowych regulacji można wymienić:

- małą wartość dopuszczalnej oferty – maksymalnie 2,5 mln zł w ciągu 12 miesięcy,
- konieczność pośrednictwa firmy inwestycyjnej, co wiąże się z dodatkowymi kosztami,
- wymagane zatwierdzenie akcji promocyjnej przez KNF.

Wprowadzone zmiany, które dotyczyły publicznej emisji bez prospektu okazały się szansą dla mniejszych firm, które ofertę zakupu obligacji chciały skierować głównie do inwestorów indywidualnych. Emitenci mogą bowiem dzięki szerokiej akcji promocyjnej docierać do praktycznie każdego inwestora, ponieważ bariera wejścia jest stosunkowo niska.

3. Pierwsza publiczna emisja bez prospektu

Zmiany w przepisach weszły w życie 23 kwietnia 2013 roku. Po raz pierwszy na emisję obligacji według nowych przepisów zdecydowała się spółka Powszechne Towarzystwo Inwestycyjne. Powszechne Towarzystwo Inwestycyjne (PTI) SA jest firmą inwestycyjno-doradczą. Głównym obszarem działalności spółki są inwestycje kapitałowe w sektorze małych i średnich firm. Szczególnie w te przedsiębiorstwa, które chcą wejść na giełdę. PTI pomaga również spółkom wybierającym się na parkiet w zakresie doradztwa finansowego i prawnego, sposobu pozyskania kapitału na rozwój oraz w ewentualnej restrukturyzacji. PTI od maja 2009 roku notowane było na alternatywnym rynku NewConnect. Wzrost wartości firmy skłonił akcjonariuszy w lutym 2010 roku do podjęcia decyzji o przejściu na główny rynek Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Akcje Powszechnego Towarzystwa Inwestycyjnego zadebiutowały na głównym rynku GPW 1 grudnia 2010 roku.

Oferta publiczna obligacji PTI wystartowała w październiku 2013 roku. PTI planowało pozyskać z emisji obligacji maksymalnie 9 mln zł. Minimalny próg emisji został ustalony na poziomie 4 mln zł. Spółka zamierzała wyemitować dwuletnie papiery dłużne oprocentowane w oparciu o stawkę WIBOR6M powiększoną o 500 punktów bazowych marży. Termin wykupu obligacji planowany był na 8 listopada 2013 roku. Cena emisyjna obligacji wyniosła 500 zł. Obligacje nie były zabezpieczone. Spółka zadeklarowała, że wprowadzi je na rynek Catalyst. Inwestorzy indywidualni mogli zapisywać się na obligacje w DM BOŚ, przy minimalnym zapisie wynoszącym 500 zł. Termin przyjmowania zapisów wyznaczono od 24 października do 6 listopada 2013 roku. Spółka nie określiła precyzyjnie celu emisji obligacji. Pozyskane środki miały zostać przeznaczone na realizację nowych projektów inwestycyjnych oraz sfinansowanie bieżącej działalności zgodnie z przyjętą strategią działalności.

Motywy, jakie stały za decyzją o nowym sposobie prowadzenia emisji publicznej zostały przedstawione w wywiadzie z Moniką Hałupczak – prezes zarządu spółki PTI. Treść najważniejszych pytań i odpowiedzi znajduje się poniżej²:

- Dlaczego zdecydowaliście się Państwo na emisję według nowych przepisów prawnych?

Monika Hałupczak: *Zdecydowaliśmy się przelamać ten impas i przeprowadzić publiczną emisję obligacji w oparciu o memorandum informacyjne. Mając na uwadze zainteresowanie inwestorów indywidualnych, którzy również chcieliby zainwestować w nasze papiery, zdecydowaliśmy się zaoferować im obligacje w nowej formule.*

- Jaki jest cel emisji obligacji?

Środki zostaną zagospodarowane, zgodnie z prowadzoną strategią spółki, na inwestycje kapitałowe. Nie określaliśmy ścisłego celu, ponieważ później zmniejsza to elastyczność wydawania środków i może utrudniać proces inwestycyjny.

- W jaki sposób inwestorzy indywidualni mogli zapisywać się na obligacje?

Aby zapisać się na nasze obligacje należy posiadać rachunek maklerski w Domu Maklerskim Banku Ochrony Środowiska SA. Dla osób nieposiadających rachunku BOŚ przygotował uproszczone procedury otwierania nowych rachunków, o czym można przeczytać na stronie internetowej oferującego. Zapisy można składać osobiście, telefonicznie lub przez internet.

W odpowiedziach warto zwrócić uwagę na fakt, że głównym powodem publicznej emisji było zaoferowanie możliwości inwestycji inwestorom indywidualnym. W tym celu firmą inwestycyjną pośredniczącą w emisji został Dom Maklerski BOŚ, który swoją ofertę kieruje właśnie głównie do inwestorów indywidualnych. W rozumieniu ustawy o obligacjach spółka nie określiła celu emisyjnego. Miało to na celu zachowanie większej elastyczności działalności i możliwości wykorzystania kapitału z emisji.

Ostatecznie emisja publiczna PTI doszła do skutku. Spółka pozyskała 6,68 mln zł z tytułu emisji. Wprawdzie nie osiągnięto maksymalnego progu, czyli 9 mln zł, ale emisję należy uznać za sukces. Była to pierwsza emisja na polskim rynku kapitałowym przeprowadzana według zmienionych regulacji prawnych.

4. Kolejni emitenci powielają przykład PTI

Sukces emisji obligacji PTI odbił się szerokim echem wśród innych emitentów, którzy chcieli pozyskać kapitał w drodze publicznej emisji obligacji. Od początku 2014 roku doszło do kilkunastu publicznych emisji bez prospektu emisyjnego. Co ciekawe, tego typu emisjami zajmują się małe domy maklerskie. W przypadku emisji PTI zapisy przyjmował jeden z liderów rynku maklerskiego DM BOŚ. Natomiast emisje kolejnych podmiotów są

² Wywiad został przeprowadzony przez autora artykułu na potrzeby pracy zawodowej. Pełna treść znajduje się w serwisie StockWatch.pl pod linkiem: www.stockwatch.pl/artykuly/post/2013/10/30/PTI-SA-Posiadamy-ogromny-potencjal-generowania-zyskow.aspx.

obsługiwane przez mniejszych graczy. Prym wiedzie Dom Maklerski Invista, który przeprowadził zdecydowaną większość emisji. W III i IV kwartale 2014 roku aktywny zaczął być Dom Maklerski Ventus. Ma to jednak związek z przejściem kadry zarządzającej z DM Invista do tego domu maklerskiego. Dwa wymienione podmioty de facto wyspecjalizowały się w obsłudze tego typu emisji.

W tabeli 2 zaprezentowano wszystkie spółki, jakie organizowały emisje publiczne obligacji bez prospektu do końca 2014 roku. Zaprezentowano tam również profile działalności oraz cele emisyjne.

Tabela 2

Emitenci obligacji w formie publicznej oferty bez prospektu emisyjnego wraz z celami pozyskiwania kapitału

Spółka	Przedmiot działalności	Cel emisji
1	2	3
Polfa	Spółka selekcjonuje urządzenia medyczne dla chorych na cukrzycę. Po połączeniu z Ciech Polfa spółka zajmuje się także eksportem i importem surowców oraz preparatów farmaceutycznych.	Dzięki emisji Polfa SA chce wprowadzić innowacyjne urządzenia medyczne, onkologiczne leki refundowane lub sprzedawane w przetargach na wszystkie krajowe rynki, na których działa. Kolejny cel to rozwój krajowej i zagranicznej sieci sprzedaży.
Aforti Holding	Aforti Holding to grupa finansowa, która zajmuje się obsługą klientów w zakresie finansów osobistych i finansów przedsiębiorstw. Aforti Holding pełni funkcję spółki holdingowej dla 7 spółek.	Środki pozyskane z emisji przeznaczone będą na przejęcia kolejnych podmiotów, które pod względem kompetencyjnym uzupełnią skład grupy. Część środków ma również wesprzeć bieżący rozwój organiczny holdingu, przyczyniając się do dalszego wzrostu przychodów spółki.
Zortrax	Producent drukarek 3D. Formalnie istnieje od grudnia 2013 r.	Emisja obligacji ma na celu przede wszystkim sfinansowanie produkcji pod zamówienie z Della, a także zakończenie prac badawczo-rozwojowych nad kolejnymi urządzeniami.
Organika	Spółka jest czołowym producentem pianki poliuretanowej w Polsce i w regionie. Główne przychody osiągają ze sprzedaży do branż producentów mebli, motoryzacyjnej oraz budowlano-montażowej.	Środki z emisji zostaną przeznaczone na zwiększenie kapitału obrotowego Spółki.
LZMO	Spółka zajmuje się produkcją ceramicznych wkładów kominowych.	Finansowanie kapitału obrotowego, aby zwiększyć sprzedaż.
Hussar Gruppa	Grupa działa w obszarze transportu i logistyki towarów jako specjalistyczne centrum rozwiązywania problemów, osiągając przychody z transportu, pomocy drogowej, likwidacji szkód i innych.	Większość środków ma zasilić segment transportu – główne cele to m.in. pozyskanie i rozwijanie bazy podwykonawców oraz usprawnień w zakresie płatności. Część środków ma zasilić rozwój obszaru pomocy drogowej oraz likwidacji szkód. Pozostała część środków ma sfinansować prace nad wprowadzeniem czterech nowych produktów.

1	2	3
Biomax	Firma zajmuje się produkcją preparatów znajdujących zastosowanie w przemyśle spożywczym, kosmetycznym i farmaceutycznym.	Dzięki emisji Biomax zamierza zdywersyfikować zakres działalności poprzez zakup pakietu kontrolnego w spółce PreMediCare, wyspecjalizowanej w badaniach prenatalnych. Część pozyskanych środków przeznaczy również na zwiększenie kapitału obrotowego firmy.
Mikrokasa	Spółka zajmuje się udzielaniem pożyczek gotówkowych.	Finansowanie bieżącej działalności pożyczkowej.
Robinson	Firma zajmuje się sprzedażą sprzętu wędkarskiego i pokrewnego oraz odzieży i artykułów sportowych pod własnymi znakami towarowymi „Robinson” oraz „Good Fish”, a także odzieży outdoorowej i sprzętu sportowego sygnowanego własną marką „Neverland”.	Pozyskany kapitał zostanie przeznaczony na dalszy rozwój linii biznesowych. Większość środków wydatkowana zostanie w segmencie wędkarstwa. Część pozyskanego kapitału spółka przeznaczy na doskonalenie segmentu sportowego.
Fundusz Hipoteczny Dom SA S.K.A.	Spółka oferuje produkt, skierowany do osób powyżej 65 roku życia, polegający na wypłacie dożywotniego świadczenia pieniężnego w zamian za przeniesienie prawa własności do nieruchomości (tzw. odwrócona hipoteka).	Celem emisji jest pozyskanie środków na budowanie nowego oraz utrzymanie obecnego portfela umów renty odpłatnej i dożywocia oraz bieżące zarządzanie płynnością Emitenta.

Źródło: opracowanie własne.

Analiza przedmiotu działalności oraz deklarowanego przeznaczenia kapitału z emisji wskazuje, że nie ma jednej dominującej branży, która prowadzi emisję w ten sposób. Mamy do czynienia ze spółkami produkcyjnymi, handlowymi, jak i innowacyjnymi, takimi jak Zortrax, który produkuje drukarki 3D i jest de facto start-upem. Natomiast jeżeli chodzi o cel pozyskania środków, to dominuje finansowanie kapitału obrotowego. Firmy chcą zwiększać sprzedaż i na to potrzebują kapitału. Drugi dominujący cel to finansowanie akwizycji. Od razu należy zauważyć, że można to uznać za sprzeczność z ogólnymi poglądami, według których obligacje nie służą finansowaniu kapitału obrotowego. Takie zadanie mają kredyty bankowe. Dochodzimy jednak do sedna. Wszystkie zaprezentowane firmy to projekty ryzykowne, którym bardzo trudno byłoby pozyskać finansowanie bankowe. Zwracają się one do inwestorów, w tym wypadku do inwestorów indywidualnych, którzy mają większą skłonność do podejmowania ryzyka. Trzeba też niestety zauważyć, że ta grupa inwestorów jest mniej świadoma i nie do końca potrafi kalkulować ryzyko inwestycyjne.

W kolejnej tabeli 3, zaprezentowano dane dotyczące głównych parametrów emisji.

Analizując tabelę 3 można zauważyć dwie prawidłowości. Po pierwsze, spółki występowały o większą kwotę kapitału niż udało się im pozyskać. Wyjątkiem jest dwukrotnie spółka Mikrokasa, która uruchomiła program publicznych emisji bez prospektu i w dwóch emisjach pozyskała po 2 mln zł, co było zgodne z założeniami. Co więcej, obligacje spółki cieszyły się takim zainteresowaniem, że konieczna była redukcja zapisów.

Tabela 3

Główne parametry emisji analizowanych spółek

Spółka	Oprocentowanie	Maksymalna wartość pozyskiwanego kapitału (mln zł)	Ostateczna wartość pozyskanego kapitału (mln zł)
PTI	WIBOR6M + 5%	9	6,70
Polfa	WIBOR 3M + 7,00%	10	6,00
Aforti Holding	9,00%	5	2,50
Zortrax	9,00%	10	6,00
Organika	8,25%	10	6,20
LZMO	8,75%	7	6,10
Hussar Gruppa	8,50%	10	1,70
Biomax	9,50%	4	2,10
Mikrokasa	9,50%	2	2,00
Robinson	WIBOR 3M + 7,00%	4	1,00
Mikrokasa	9,20%	2	2,00
Fundusz Hipoteczny Dom SA S.K.A.	8,50%	10	3,57

Źródło: opracowanie własne.

Druga prawidłowość dotyczy oprocentowania. Emitenci preferują oprocentowanie stałe. Może to wynikać z tego, że taki rodzaj oprocentowania łatwiej jest wytłumaczyć inwestorowi indywidualnemu, który z góry wie, jaką osiągnie rentowność na swojej inwestycji. Ponadto warto zwrócić uwagę, jak zmieniała się wysokość oprocentowania. Emitenci w tabeli 3 uszeregowani są chronologicznie według momentu emisji. Na przełomie 2013/2014 roku dominowało oprocentowanie w okolicach 9% w skali roku. Następnie, wraz ze spadkiem rynkowych stóp procentowych, zaczęło maleć, ale w zaprezentowanych przykładach ani razu nie spadło poniżej 8% w skali roku. Trzeba zaznaczyć, że jest to stosunkowo wysokie oprocentowanie, ponieważ firmy oferują marżę w wysokości około 6–7% powyżej rynkowych stóp procentowych.

Dodatkowo z perspektywy emitenta do kosztów emisji należy jeszcze doliczyć koszty uplasowania emisji, które wynoszą około 3% wartości emisji. Zatem bez wątplenia koszt finansowania kapitałem pozyskanym z publicznej emisji obligacji bez prospektu jest dla emitentów stosunkowo wysoki, ale jednocześnie jest praktycznie jedyną możliwością na pozyskanie kapitału dłużnego.

5. Wnioski i prognozy

Zmiany w ustawie o ofercie publicznej w 2013 roku należy ocenić jako przełomowe. Przed nowelizacją emisja obligacji była możliwa w dwojaki sposób. W drodze oferty prywatnej lub oferty publicznej z zatwierdzeniem prospektu emisyjnego. W przypadku tej pierwszej formy pojawiały się wątpliwości co do możliwości informowania o takiej ofercie. Jedni

emitenci podchodzili liberalnie do tego obowiązku, informując szeroki rynek o planach emisji prywatnej, inni natomiast podchodzili bardzo konserwatywnie i o ich emisji wiedziała dopuszczalna maksymalna liczba osób, czyli 99 inwestorów. Ci pierwsi tłumaczyli, że dopiero szczegóły emisji obligacji uznawane są za informacje kierowane maksymalnie do 99 osób. Ci drudzy nie zgadzali się z takim podejściem. Obowiązująca wówczas ustawa okazała się pełna luk prawnych, które skrzętnie były wykorzystywane. Zatarła się różnica pomiędzy emisją prywatną a emisją publiczną. Ustawodawca zareagował na to wprowadzając nowelizację. Zabroniła ona jakiegokolwiek reklamowania emisji prywatnych, zatem luka w prawie zniknęła. Jednocześnie ustawodawca wprowadził nową formę emisji – emisje bez prospektu emisyjnego o wartości do 2,5 mln euro. Gdyby do tego nie doszło, inwestorzy indywidualni mieliby bardzo ograniczony dostęp do instrumentów finansowych, jakimi są obligacje. Zmianę zatem należy ocenić pozytywnie. Pierwszym emitentem, który wykorzystał nowe regulacje okazała się spółka PTI.

Na podstawie przytoczonych danych i przeanalizowanego przypadku można sformułować następujące wnioski i prognozy:

- w ślad za PTI poszło wielu nowych emitentów, którzy chcieli skierować swoją emisję do inwestorów indywidualnych,
- ciągle dominują emisje prywatne na Catalyst, ale kierowane są one do inwestorów instytucjonalnych oraz większych inwestorów indywidualnych i ten trend powinien się utrzymać,
- małe spółki, które chcą pozyskać kapitał od inwestorów indywidualnych będą decydowały się na emisję bez prospektu,
- emisje publiczne z prospektem emisyjnym pozostały dostępne dla dużych emitentów, gdzie wartość emisji wynosi kilkadziesiąt milionów złotych,
- niestety emitenci, którzy skupiają się na emisjach dla inwestorów indywidualnych kierują się do nich, ponieważ nie są w stanie pozyskać kapitału dłużnego w inny sposób,
- takie podejście emitentów podnosi ryzyko inwestowania w obligacje, może się okazać, że w przypadku niewykupienia obligacji zainteresowanie inwestorów tego typu emisjami znacząco spadnie, co przełoży się na mniejszą dostępność kapitału,
- w emisjach bezprospektowych specjalizują się małe domy maklerskie, dla których pojawił się nowy, ciekawy segment działalności.

Literatura

- Copeland T., Koller T., Murrin J. (1997), *Wycena, mierzenie i kształtowanie wartości firmy*, WIG-Press, Warszawa, s. 149–152.
- Cwynar A., Cwynar W. (2008), *Optymalizacja struktury kapitału i kalkulacja kosztu kapitału spółki*, w: *Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa. Studia przypadków*, red. M. Panfil, Difin, Warszawa, s. 69.
- Duliniec A. (2007), *Finansowanie przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa, s. 82.
- Duliniec A. (2011), *Finansowanie przedsiębiorstwa, strategie i instrumenty*, Wydawnictwo PWE, Warszawa, s. 15.
- Grzywacz J. (2012), *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa, s. 12.
- Janasz K., Janasz W., Wiśniewska J. (2005), *Zarządzanie kapitałem w przedsiębiorstwie*, Difin, Warszawa, s. 52.

- Kędzior M. (2011), *Międzynarodowa struktura kapitału przedsiębiorstwa*, C.H. Beck, Warszawa, s. 134.
- Michalczuk G. (2009), *Struktura kapitału przedsiębiorstwa – spojrzenie z perspektywy kapitału intelektualnego*, w: *Dylematy kształtowania struktury kapitału w przedsiębiorstwie*, red. J. Ostaszewski, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa, s. 317.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, DzU 2013, 433.
- Young S.D., O' Byrne S.F. (2001), *EVA and Value Based Management. A Practical Guide to Implementation*, McGraw-Hill, New York, s. 57.

FIRST PUBLIC ISSUE OF BONDS WITHOUT PROSPECTUS BASED ON THE PTI CASE STUDY

Abstract: *Purpose* – To analyze the changes in the Act on Public Offering in terms of introduction of public issue of bonds without a prospectus and an attempt to determine the impact of changes in the law on issuers.

Design/methodology/approach – A study based on the case study method, includes a questionnaire survey in the form of an interview.

Findings – The change in a law opened up a new opportunity to raise capital from individual investors. After first public issue of bonds without a prospectus carried out other companies. This easy procedure thus emissions of equity will continue to be used and its popularity should grow.

Originality/value – Article takes a relatively new topic for the Catalyst Market. Article brings both scientific and practical value for new ways of financing companies.

Keywords: bonds, public issue, Catalyst Market

Cytowanie

- Gemra K. (2015), *Pionierska publiczna emisja obligacji bez prospektu emisyjnego – case study PTI SA*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 854, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 73, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 621–631; www.wneiz.pl/firfu.

