Euroobligacje – finansowanie na wielką skalę

Obligacje to zaplanowany w dłuższym okresie proces pozyskania znacznego kapitału. Są świadectwem zobowiązania, kontraktową obligacją dłużnika do dokonania zapłaty odsetek i spłaty pożyczonych funduszy w ściśle określonych terminach. Można powiedzieć, że znaczącą cechą obligacji jest wysoka płynność, która pozwala na ich swobodną sprzedaż i kupno na najważniejszych giełdach, gdzie są one notowane.

Emisja euroobligacji stała się jednym z korzystniejszych źródeł pozyskania kapitału do działania i funkcjonowania firmy, jak również alternatywną formą pozyskania funduszy na rynkach międzynarodowych. Z takiej formy finansowania skorzystały już między innymi Telekomunikacja Polska, Elektrim, Polska Telefonia Cyfrowa, Bank Handlowy czy Rząd Polski. Przykładowo, TP S.A. chciała wykorzystać środki pozyskane z pierwszej emisji obligacji m.in. na finansowanie wydatków inwestycyjnych głównie w celu rozbudowy sieci telefonii stacjonarnej, sfinansowanie zapotrzebowania na kapitał obrotowy oraz na wkład kapitałowy do PTK-Centertel w celu sfinansowania procesu uzyskania koncesji oraz rozwoju działalności w zakresie telefonii komórkowej. ERA GSM miała podobne zapotrzebowanie kapitałowe związane z rozwojem sieci systemu GSM i wdrażaniem nowych usług, czy rozbudową sieci bazowych. Podobnie inni emitenci pozyskują kapitał w celu spłacenia już zaciągniętych droższych zobowiązań kredytowych czy wekslowych oraz inwestują w dalszy rozwój działalności przedsiębiorstwa.

Emisja obligacji może sama w sobie zostać sklasyfikowana jako emisja publiczna lub „private placements”. Emisja publiczna zwykle jest dystrybuowana przez managerów emisji – grupę banków, która podpisuje i sprzedaje obligacje. Private placements odbywa się poza obrotem publicznym, sprzedaż

dokonuje się głównie wśród wybranej grupy inwestorów. Private placements nie jest dystrybuowany czy syndykowany. W niektórych przypadkach nie jest również publikowany i notowany na większych giełdach papierów wartościowych, przynajmniej w początkowej fazie.

Emisja obligacji w praktyce jest szybszą i tańszą formą pozyskania kapitału w porównaniu do innych możliwych źródeł jak: emisja akcji, kredyty czy kapitał z funduszu inwestycyjnego. *Emisja obligacji pozwala na dostęp do nieograniczonej wielkości kapitału na rynkach międzynarodowych, czy to w Europie czy Stanach Zjednoczonych, zwłaszcza w przypadku kilkukrotnych emisji przeprowadzanych przez tego samego emitenta. Rynek obligacji jest rynkiem bardzo dużym i szybko rozwijającym się. Obecnie na rynku akcji można zaobserwować znaczącą stagnację a nawet pewną niechęć inwestorów do zakupu – mówi Albert May, Dyrektor Departamentu Bankowości Inwestycyjnej i Rynków Kapitałowych Citibank (Poland) S.A.*

Dlaczego taka forma finansowania?

Zaciągnięcie kredytu na kwotę około 300 milionów USD nie jest praktycznie możliwe na polskim rynku. Polski system bankowy nie jest w stanie samodzielnie wygenerować tak dużej kwoty pieniężnej, a w szczególności przez jeden bank w dodatku polski. W zaistniałej sytuacji tworzy się konsorcjum około 5-8 banków, do którego z reguły wchodzą banki międzynarodowe. Zaciągane kredyty są wysoko oprocentowane, co powoduje podniesienie kosztów pozyskania kapitału, a w praktyce nie zaciąga się kredytów na długi okres, przy tak dużych kwotach. *Jednym z powodów dla których spółki decydują się na emisje obligacji na rynkach międzynarodowych jest fakt, iż jest to rynek, dla którego w porównaniu z rynkiem kredytowym, pozyskanie kwot rzędu 200 czy 300 milionów USD nie stanowi problemu. Rynek polski nie dysponuje wystarczającym potencjałem, zaś na rynku międzynarodowym kwoty takie można*

uzyskać bez większych trudności. Drugim powodem jest stosunkowa elastyczność finansowania w formie emisji obligacji w porównaniu z kredytem, banki wymagają bowiem szeregu zabezpieczeń, które to nie są zwyczajowo wymagane przez inwestorów rynku kapitałowego. Trzeci powód to efekt marketingowy spółki, spółka-emitent wchodząc na rynek międzynarodowy, umacnia swój wizerunek jako wiarygodny kredytobiorca – przekonuje Albert May z Citibanku.

Emisja obligacji daje możliwość dostępu do nieorganicznego kapitału w dłuższym okresie, przy niskim koszcie w porównaniu do kredytu. W większości przypadków firmy zaciągnęły już kredy na sfinansowanie swojej działalności, co w praktyce zamyka dalszą drogę, poprzez liczne zabezpieczenia i gwarancje stosowane przy umowach kredytowych, na pozyskiwanie kapitału poprzez zaciągniecie kolejnej transzy kredytowej. *Motywem emisji euroobligacji jest potrzeba ogromnych pieniędzy, których nie można pożyczyć od banku, ze względu na stawiane przezeń warunki dotyczące terminu spłaty czy odsetek mówi Władysław Bartoszewski – Dyrektor JP Morgan Polska.* Obligacje nie zamykają drogi na pozyskanie dalszego kapitału, a wręcz przeciwnie są zaplanowane na emisje co roku, co dwa lub raz na cztery lata, w zależności od zapotrzebowania firmy na kapitał.

Obligacje kontra akcje

W przypadku emisji akcji przez spółki, najbardziej niekorzystną sytuacją jest utrata kontroli nad funkcjonowaniem firmy, uzależnionym od procentowej sprzedaży jej udziałów. W dłuższym okresie może to doprowadzić nawet do utraty większościowego pakietu spółki. Zwiększenie kapitału akcyjnego w głównej mierze powoduje spadek zysku netto przypadającego na jedną akcję, a to pośrednio wpływa na wycenę rynkową firmy. Emisja obligacji zasadniczo nie wpływa na wartość netto na jedną akcję. Oprócz tego wypłata dywidendy akcjonariuszom jest dokonywana z zysku netto, a odsetki wypłacane posiadaczom obligacji zaliczane są do kosztów uzyskania przychodu. Tak więc o ich wysokość ulega obniżeniu podstawa wymiaru podatku

dochodowego. *W porównaniu zaś do finansowania za pomocą emisji akcji koszt finansowania jest zdecydowanie niższy. Oczywiście nie każda spółka jest w stanie wyemitować obligacje na rynkach międzynarodowych. W swej czystej postaci np. tradycyjne euroobligacje to instrument finansowy odpowiedni dla spółek o stosunkowo wysokiej wiarygodności kredytowej posiadającej rating na poziomie inwestycyjnym- przekonuje Dyrektor Departamentu Bankowości Inwestycyjnej i Rynków Kapitałowych Citibank (Poland) S.A.* W obu przypadkach obligacje stają się tańszą forma pozyskania dużego kapitału w stosunkowo krótkim czasie przy niższym koszcie dla firmy bez ograniczeń kwotowych stawianych przez banki.

Od wyboru banku – organizatora emisji do sprzedaży papierów inwestorom

Emisja obligacji jest prowadzona przez organizatora tzw. Managera, który jest wybierany przez emitenta, najczęściej w drodze przetargu. W zależności od ilości kapitału oraz okresu emisji wybierany jest jeden lub kilku organizatorów – banków inwestycyjnych tworzących konsorcjum, będących jednocześnie gwarantem emisji. Zadanie postawione przed Managerem emisji jest bardzo trudne, gdyż on jest odpowiedzialny za koordynacje całej emisji, a w szczególności za ustalenie struktury sprzedaży, opracowanie dokumentacji, doradztwo w zakresie sprzedaży papierów, dobór potencjalnych odbiorów oraz strategia wejścia. Z tego też powodu taka współpraca w większości przypadków jest długofalowa i oparta na zaufaniu między emitenetem, a managerem lub co-managerami. W praktyce jeden z co-managerów prowadzi następne emisje, dlatego tak ważne jest tutaj odpowiednie dobranie banku inwestycyjnego na podstawie jego znajomości rynku, sprzedaży danego produktu na rynkach międzynarodowych z kraju emitenta. Naturalnie nie można tu zapomnieć o przeliczeniu prowizji i kosztów oraz symulacji wyceny papierów w momencie przeprowadzania emisji.

Po wyborze banku organizatora – Managera emisji, czas jaki jest potrzebny na przeprowadzenie emisji obligacji waha się w

granicach 11 tygodni. *Jak twierdzi May z Citibanku – przygotowanie emisji obligacji zajmuje około 10-12 tygodni. Podczas tego okresu spółka we współpracy ze doradcą ratingowym, którym najczęściej jest organizator emisji, koncentruje się na uzyskaniu jak najwyższej oceny ratingowej. Proces ten zajmuje około 6 tygodni. W tym samym czasie opracowywany jest projekt memorandum informacyjnego oraz na koniec jego druk. Cały ten proces trwa około 4-5 tygodni. Pod koniec przygotowań przed określeniem ceny obligacji odbywa się kilkudniowe roadshow.* Na czas kilku tygodni składają się między innymi: badania wewnętrzne firmy tzw. Due diligence, przygotowanie formalnych prezentacji dla Agencji Ratingowych celem uzyskania odpowiednich ocen ratingowych, przygotowanie projektu oraz finalny druk Memorandum Informacyjnego, formalne prezentacje dla potencjalnych inwestorów tzw, Roadshow, wycena obligacji oraz zamknięcie transakcji, czyli sprzedaży papierów inwestorom. Proces ten jest krótszy w przypadku kolejnych emisji.

Przy emisji obligacji na rynkach międzynarodowych standardem jest emisja na prawodawstwie angielskim lub też prawie stanu Nowy Jork. Praktyką jednak stało się również otwieranie specjalnych spółek tzw. spółek (BV) w Holandii, opartych na prawodawstwie tego państwa, w celu uniknięcia problemów prawnych w porównaniu do prawodawstwa innych państw. Trzeba tu przypomnieć, że Polska podpisała umowę o unikaniu podwójnego opodatkowania z Holandią, a stawki podatkowe są relatywnie niższe, co w praktyce przemawia za obniżeniem kosztów i skorzystanie z możliwych zwolnień podatkowych.

Same zalety

Jeżeli emisja obligacji została sprzedana z nadsubskrypcją można to uznać za sukces emisji – tłumaczy to zjawisko Albert May – Nadsubskrypcja emisji może mieć również bardzo dobry efekt marketingowy dla przyszłych emisji dokonywanych przez tą spółkę – umożliwia bowiem w przypadku przyszłych emisji

uzyskanie atrakcyjniejszej ceny dla emitenta. Spółka jest już znana inwestorom, a pamiętając o sukcesie poprzednich emisji inwestorzy skłonni są zaakceptować relatywnie niższą rentowność w porównaniu do spółek o zbliżonej charakterystyce lecz będących debiutującymi emitentami. W tym też celu managerowie tworzą listę potencjalnych inwestorów, by osiągnąć możliwie najniższą marżę oraz maksymalizować obszar dotarcia przy wstępnych prezentacjach. Aby osiągnąć taki stan należy wybrać taki bank, który jest znany na rynku międzynarodowym oraz jest w stanie bardzo dobrze zaprezentować firmę inwestorom instytucjonalnym. W tym celu korzysta się z tzw. Roadshow czyli formalnych prezentacji dla potencjalnych inwestorów instytucjonalnych – w praktyce są to spotkania tzw. „one to one".

Forma prezentacji to personalny kontakt z zarządem firmy, a co ważniejsze możliwość bezpośredniego zadawania pytań dotyczących działalności przedsiębiorstwa, jej wyników finansowych oraz na jaki cel zostaną przeznaczone pozyskane środki, czy dalsze plany strategiczne. Naturalnie celem takiej prezentacji jest przekonanie inwestora o zainwestowaniu w nasze papiery. Inwestorzy budują swoje zaufanie do spółki na podstawie dostępności zarządu, sytuacji kredytowej spółki i relatywnej wartości kraju emitenta. Nie umiejętna kampania na rzecz obligacji przykładowo zbyt duży marketing przy małej wiarygodności spółki lub przejaskrawienie jej powoduje, że może to odbić się negatywnie na jej wycenie, a co się z tym wiąże sprzedaży papierów.

Trzeba pamiętać, że emisja obligacji, a w szczególności euroobligacji na rynkach międzynarodowych, to nie tylko praktyczny dostęp do nie ograniczonych środków przy niskim koszcie w długim okresie czasu, ale również, co staje się ważne wejście przedsiębiorstwa na rynki międzynarodowe. Korzyści z emisji euroobligacji są takie, że ma się dostęp praktycznie do nieograniczonego kapitału. Ten kapitał można dostać długoterminowo. Firmy mogą wtedy bez ograniczeń brać

fundusze na rozwój itp. – przekonuje Dyrektor JP Morgan Polska. Poprzez szereg prezentacji oraz spotkań spółka zaprezentuje swoją działalność poza swoim krajem i potencjalnie zyskuje nowych klientów i zaufanie na rynku międzynarodowym. Przedsiębiorstwo staje się bardziej międzynarodowe, bo po prostu jest notowane w umysłach inwestorów. Inaczej traktują oni taką firmę – mówi Bartoszewski. Unikalną rzeczą przy emisji obligacji jest również to, że emisje na rynkach międzynarodowych można i powinno się przeprowadzać cyklicznie w zależności od zapotrzebowania na kapitał przez przedsiębiorstwo.

Marcin Jałowiecki

W serwisie dyplom.com.pl prezentujemy obronione prace dyplomowe, które mogą służyć za wzór do napisania własnej pracy - gdyby potrzebowali jeszcze Państwo konsultacji to polecamy stronę pisanie prac - fachowa pomoc w pisaniu prac.