

Kongres Obligacji Korporacyjnych, Warszawa, 21–22 października 2019 roku

W dniach 21–22 października 2019 roku w Warszawie odbył się Kongres Obligacji Korporacyjnych poświęcony między innymi ostatnim zmianom w przepisach prawnych dotyczących obligacji, zasad ich emitowania oraz nowych instytucji prawnych związanych z obligacjami. Prelegentami podczas tego wydarzenia byli przedstawiciele kancelarii prawnych oraz instytucji rynku kapitałowego, zajmujący się w codziennej praktyce problematyką obligacji. Wykładom i prezentacjom zaproszonych prelegentów towarzyszyły liczne warsztaty, w ramach których prezentowano istotne praktyczne aspekty emitowania oraz rozliczania obligacji – prawne, podatkowe oraz rachunkowe.

Kongres rozpoczęto od omówienia aktualnego stanu rynku obligacji nieskarbowych w Polsce zaprezentowanego przez Małgorzatę Kleniewską-Wodtkę, Prezes Zarządu Fitch Polska S.A. Prelegentka wskazała między innymi, że w 2015 roku liczba emisji obligacji przedsiębiorstw wynosiła 681, w 2016 roku – 627, w 2017 roku zaś – 445 i podobnie w roku 2018 – 442. Natomiast w 2019 roku, według dostępnych na ten dzień danych, wartość ta wynosiła jedynie 228. Zestawienie to skłania do przemyśleń i wymusza pytania o przyszłość polskiego rynku obligacji nieskarbowych; przyczyny takiego spadku liczby emisji tych obligacji czy instrumenty, które pozwolą zmienić obecny stan rynku obligacji nieskarbowych w Polsce. W kontekście ostatnich dużych nowelizacji ustawy o obligacjach wypada zastanowić się czy wprowadzane zmiany stanu prawnego przyczynią się do poprawy kondycji tego rynku. Wydaje się, że jest jeszcze zbyt wcześnie, by odpowiedzieć zwłaszcza na to ostatnie pytanie, jednakże rynek będzie zmierzał raczej w kierunku profesjonalizacji, co przełoży się na mniejszą liczbę emisji o większych wartościach jednostkowych.

Kolejni mówcy, mec. Grzegorz Namiotkiewicz oraz mec. Grzegorz Abram, omówili zmiany przepisów ustawy o obligacjach i ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz ich implikacje dla rynku, przede wszystkim w kontekście programowej *de lege lata* dematerializacji obligacji, obowiązków agenta emisji oraz zasad raportowania emisji obligacji. Wszystkie te zmiany mają bowiem służyć zwiększeniu przejrzystości procesów emisji obligacji.

Moderatorem pierwszego panelu był mec. Piotr Lesiński, który wraz z przedstawicielami bankowych organizatorów emisji zaprezentowali wpływ na rynek zmian w oferowaniu obligacji wynikających z wejścia w życie rozporządzenia prospektowego (nr 2017/1129) oraz nowelizacji ustawy o ofercie publicznej i ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. W tej części dyskusja skoncentrowała się wokół tematu agenta emisji oraz problemów związanych z realizacją emisji z wykorzystaniem tej instytucji, a szczególnie z problemem braku możliwości rozliczenia DVP za pośrednictwem KDPW.

Kolejny z prelegentów, Bogusław Budziński z Departamentu Firm Inwestycyjnych w Urzędzie Komisji Nadzoru Finansowego, przedstawił zmiany w polskich regulacjach prawnych dotyczących oferowania obligacji z perspektywy ochrony nieprofesjonalnych uczestników rynku kapitałowego. Zwrócił on między innymi uwagę na utworzenie Funduszu Edukacji Finansowej, do którego zadań należy zwiększanie świadomości finansowej Polaków, w szczególności przez opracowywanie

strategii edukacji finansowej oraz organizowanie i wspieranie projektów edukacyjnych i kampanii informacyjnych dla obywateli. Co więcej, zaakcentował, że dotychczasowe i planowane zmiany przepisów dotyczących obligacji mają istotnie zwiększyć ochronę inwestorów, zwłaszcza przez ograniczenie tzw. szarej strefy, tj. podmiotów nielegalnie oferujących obligacje lub działających na granicy prawa. Jednocześnie wskazał, że jeszcze większy nacisk będzie kładziony na edukację inwestorów nieprofesjonalnych – także przez systemowy rozwój edukacji inwestora. Działania te programowo służą zwiększaniu zaufania inwestorów do rynku kapitałowego. Podkreślenia wymaga zaś wzrost obciążeń regulacyjnych i kosztów emisji obligacji wynikających z ostatnich nowelizacji.

Mówca drugiego panelu, Mateusz Mucha z DM Navigator, w ramach dyskusji z przedstawicielami dwóch emitentów oraz dwóch zarządzających funduszami dłużnymi omówił kluczowe czynniki sukcesu emisji obligacji z perspektywy relacji emitent – oferujący – inwestorzy. Wszyscy dyskutujący zgodzili się, że bardzo istotna jest odpowiednia komunikacja, tj. m.in.: transparentność, regularne spotkania wynikowe oraz wyprzedzające informowanie o potencjalnych problemach.

Na koniec pierwszej części pierwszego dnia Kongresu Gerhard Mulder przedstawił spostrzeżenia na temat relacji zmian klimatu i ryzyka kredytowego w relacji do budowania portfolio obligacji. W drugiej części tego dnia odbyły się równoległe warsztaty prowadzone przez praktyków rynkowych:

- 1) Krzysztofa Dziubińskiego oraz Mateusza Pilicha z DM Navigator S.A., którzy w ramach warsztatu omówili praktyczne aspekty dematerializacji obligacji, przekazując szereg informacji dla emitentów i ich doradców przy procesie emisji, między innymi w kontekście zasad korzystania z aplikacji KDPW udostępnianych emitentom oraz agentom emisji;
- 2) mec. Piotra Smołucha oraz mec. Jakuba Salwy poruszające problematykę form zabezpieczenia obligacji;
- 3) Wojciecha Ślusarskiego z Banku PEKAO S.A. prezentujące tematykę wyceny obligacji korporacyjnych;
- 4) oraz mec. Piotra Lesińskiego oraz Kamila Czerepaka, którzy omówili zasady sporządzania prospektów w nowym reżimie prawnym wynikającym z rozporządzenia 2017/1129. W tym kontekście warto zwrócić uwagę na zmianę nomenklatury wprowadzoną ww. rozporządzeniu. Miejsce pojęcia „prospektu emisyjnego” zajęło pojęcie „prospektu”, co znajduje wyraz m.in. w ostatniej nowelizacji ustawy o ofercie publicznej oraz ustawy o obligacjach z 16 października 2019 r.

Drugi dzień Kongresu rozpoczął się od bardzo interesującej prezentacji mec. Andrzeja Stosio, przybliżającej zagadnienie digitalizacji w relacji do dłużnych rynków kapitałowych, a w szczególności możliwości wykorzystania technologii blockchain przy procesach na rynku kapitałowym.

Następnie mec. Paweł Zagórski oraz mec. Paweł Długoborski przedstawili praktyczne zagadnienia dotyczące restrukturyzacji obligacji, w tym przede wszystkim instytucję zgromadzenia obligatariuszy oraz potencjalne problemy przy restrukturyzacjach wynikające z nowych regulacji prawnych.

Kolejne wystąpienie, Aleksandry Bluj – Wiceprezes Zarządu GPW Benchmark S.A., dotyczyło wskaźników referencyjnych jako nowego produktu na rynku finansowym.

W dalszej kolejności Mirosław Dudziński z Fitch Ratings poprowadził w ramach panelu dyskusję z przedstawicielami funduszy zarządzających portfelami dłużnymi o różnych strategiach

inwestycyjnych, a mec. Tomasz Szymura omówił elementy raportowania schematów podatkowych w transakcjach emisji obligacji.

Na koniec pierwszej części drugiego dnia Kongresu mec. Piotr Smołuch poprowadził panel skoncentrowany na rynku obligacji korporacyjnych w ujęciu małych i średnich przedsiębiorstw.

W drugiej części tego dnia odbyła się kolejna seria równoległych warsztatów, prowadzonych przez:

- 1) mec. Piotra Lesińskiego, który omówił finansowanie funduszy regulacyjnych banków instrumentami dłużnymi;
- 2) Wojciecha Kryńskiego z Ground Frost sp. z o.o., poprowadził on warsztat dotyczący aspektów rachunkowych obligacji, w tym wyceny obligacji do wartości godziwej oraz problematykę obowiązku dokonywania odpisu w przypadku utraty wartości obligacji;
- 3) Andrzeja Paczulskiego, w ramach tego warsztatu przedstawiono aspekty podatkowe obligacji;
- 4) a także mec. Marcina Bartczaka, który zaprezentował systemy zarządzania ryzykiem związanym z wykorzystywaniem wskaźników referencyjnych.

Kongres Obligacji Korporacyjnych był bez wątpienia znakomitą okazją do spotkania specjalistów zajmujących się problematyką obligacji oraz wszystkich zainteresowanych nią osób, które mogły brać aktywny udział w wydarzeniu, zadając pytania, uczestnicząc w warsztatach oraz dyskusjach. Liczba zagadnień poruszonych podczas tych dwóch dni pokazuje, jak obszerna jest to problematyka i jak wiele wyzwań wiąże się z procesem emitowania obligacji. Niewątpliwie tematem przewodnim Kongresu były zmiany regulacyjne, które mają miejsce w tym roku, a szczególnie instytucja agenta emisji oraz zmiany zasad oferowania papierów wartościowych.

Kluczowe zmiany regulacyjne wdrażane w tym roku na rynku obligacji:

- 1) obowiązkowa dematerializacja w KDPW wszystkich nowo emitowanych obligacji;
- 2) wprowadzenie nowej instytucji agenta emisji dla obligacji – obligatoryjnej funkcji dla wszystkich emisji, które nie są wprowadzane na rynek Catalyst;
- 3) zmiana definicji oferty publicznej, a w szczególności zmiana dotychczasowego „trybu ofert prywatnych” – wyłączenie obowiązku sporządzenia prospektu emisyjnego lub memorandum będzie dotyczyć wyłącznie ofert kierowanych do nie więcej niż 149 adresatów w skali ostatnich 12 miesięcy;
- 4) wprowadzenie możliwości sprzedaży obligacji po dniu ustalenia uprawnionych.

Krzysztof Dziubiński

Dyrektor Departamentu emisji obligacji w Navigator Capital Group
oraz Członek Zarządu w Domu Maklerskim Navigator S.A.