

Powtórka z euroobligacji

Zagraniczne emisje obligacji nie podlegają nadzorowi Komisji Papierów Wartościowych i Giełd. Uproszczone procedury dopuszczania na giełdę, obowiązujące na najbardziej znaczących rynkach, jak Londyn lub Luksemburg, stanowią dodatkową zachętę dla przedsiębiorstw i ich organizatorów.

JAN MAZUREK

Początki obligacji zagranicznych sięgają lat 60. XX w. Wówczas, w 1963 r., korporacja Autostrade sprzedała pierwszą emisję obligacji na rynkach zagranicznych. W kolejnych latach wzrastała liczba podmiotów pozyskujących kapitał poza granicami własnego państwa. Przyczyniła się do tego liberalizacja prawa w zakresie przepływu międzynarodowego kapitału, globalizacja oraz rozwój technologii telekomunikacyjnych i informacyjnych. Rozwój systemów depozytowo-rozliczeniowych zdeterminował proces powstawania globalnego systemu sprzedaży i wtórnego obrotu obligacjami.

Wygodne i korzystne

W krótkim czasie dla wszystkich stało się oczywiste, że emisja obligacji zagranicznych stanowi jedną z najbardziej korzystnych i wygodnych form pozyskania kapitału. Rynek międzynarodowy, ze względu na rozmiar swoich zasobów, umożliwia pozyskanie znacznie większych kapitałów niż lokalny system bankowy lub emisja krajowa. W ostatnich latach można wy-

raźnie zaobserwować znaczący wzrost zainteresowania tego rodzaju alternatywnym sposobem pozyskiwania finansowania. Największym emitentem obligacji w naszym kraju jest Skarb Państwa. Jednak rynek emisji zagranicznych rozwija się dynamicznie – zwłaszcza w sektorze przemysłowym i finansowym. Wskazać tu można m.in. na takie podmioty, jak: BRE Bank, Netia, PGIING, Elektrownia Turów, Telekomunikacja Polska, TVN.

Typy papierów

Obligacje plasowane na rynki zagraniczne, występujące najczęściej w postaci papierów wartościowych na okaziciela, dzielą się na: obligacje obce (foreign bonds) i euroobligacje (eurobonds).

Obligacje obce są dłużnymi papierami wartościowymi:

- emitowanymi przez emitenta z innego kraju,
- denominowanymi w walucie kraju, w którym są sprzedawane.

Emisja tych obligacji podlega jurysdykcji kraju, w którym są sprzedawane.

Przykładem obligacji obcej jest denominowana w dolarach amerykańskich i sprzedawana w Stanach Zjednoczonych obligacja, której emitentem jest polska spółka akcyjna.

W zależności od kraju, w którym obligacje są dystrybuowane, mogą one otrzymać specyficzną nazwę, nawiązującą metaforycznie do nazwy tego kraju, np.: Yankee bonds, bulldog bonds, samurai bonds, Rembrandt bonds, matador bonds. Identyfikacja krajów, w których są sprzedawane powyższe obligacje, nie sprawi czytelnikom zapewne żadnego problemu.

Euroobligacje są dłużnymi papierami wartościowymi sprzedawanymi poza krajem pochodzenia waluty, w której są denominowane, mogą być sprzedawane także w kilku krajach równocześnie. W praktyce jednak emisja euroobligacji podlega najczęściej jurysdykcji angielskiej lub stanu Nowy Jork – bez względu na miejsce dystrybucji i notowań obligacji.

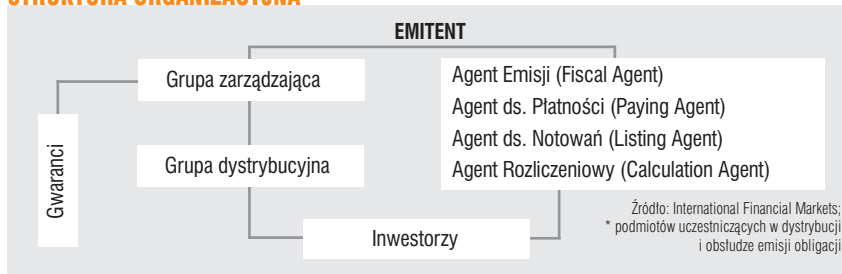
Przegląd możliwości

Obligacje zagraniczne mogą być denominowane w zasadzie w dowolnej walucie. Decyzję podejmuje emitent, oceniając szansę powodzenia emisji oraz ryzyko kursowe wybranej waluty. Najczęściej stosowane waluty to: dolary, euro, funty brytyjskie, jeny, franki szwajcarskie. Na rynkach międzynarodowych można spotkać także obligacje dwuwalutowe, gdzie odsetki są płacone w jednej walucie, a nominal w innej. Popularne od lat 80. ubiegłego wieku, stanowią atrakcyjną ofertę dla firm finansujących zagraniczne spółki zależne. Przykładem takich papierów mogą być obligacje wyemitowane przez japońską firmę z nominalem w dolarach amerykańskich i kuponami w euro.

Obligacje zagraniczne są emitowane zazwyczaj na okres od jednego roku do 25 lat. Największą popularnością cieszą się obligacje o terminie wykupu od trzech do 10 lat. Emitent podejmuje decyzję o terminie, uwzględniając szanse powodzenia emisji oraz ryzyko kursowe, wzrastające wraz ze wzrostem okresu do wykupu. Oprocentowanie, należące do świadczeń pieniężnych, wynikających z obligacji, ustala emitent, biorąc pod uwagę aktualną sytuację rynkową, ryzyko kursów walut i stóp procentowych, posiadany rating oraz szanse powodzenia sprzedaży emisji. W zależności od sposobu kształtowania i uwzględnianych parametrów, najczęściej stosuje się oprocentowanie:

- stałe, najbardziej popularne,
- zmienne, oparte na stopie referencyjnej danego rynku finansowego, jak LIBOR,

STRUKTURA ORGANIZACYJNA*



PORÓWNANIE RYNKÓW OBLIGACJI ZAGRANICZNYCH

	Eurorynek	Rynek Stanów Zjednoczonych	Pozostałe rynki
Kontrola organów nadzoru	minimalna kontrola regulatorów, np. FSA (UKLA) w Anglii	Securities and Exchange Commission	zezwoleń organu nadzoru
Wymogi informacyjne	określone przez praktyki rynkowe	bardziej szczegółowe niż w Europie, uciążliwe dla emitentów spoza Stanów Zjednoczonych	różne, w zależności od kraju
Koszty emisji (proc. wartości emisji)	2,0-2,5 proc.	0,75-1,00 proc.	do 4,0 proc.
Wymóg ratingu	nie, lecz zazwyczaj stosowany	tak	zazwyczaj nie
Obrót giełdowy	zwykle tak	najczęściej nie	zwykle tak
Ograniczenia denominacji obligacji	bez ograniczeń walut	Stany Zjednoczone nie ograniczają denominacji w dolarze amerykańskim	częściowe ograniczenia
Czas procedury emisji	względnie krótki (10 – 12 tygodni)	względnie długi, możliwość skrócenia (shelf registration)	różny
Plusy i minusy dla emitentów spoza Stanów Zjednoczonych	(+) niższe koszty odsetek, szybkie plasowanie (-) nie można sprzedać emisji w Stanach Zjednoczonych bez przygotowania	(+) duży, głęboki rynek (-) wysoki koszt obowiązków informacyjnych	(+) lokalna przejrzystość, dywersyfikacja źródeł finansowania (-) rynki mogą być małe, popyt mały
Plusy i minusy dla inwestorów	(+) zdywersyfikowane portfolio walutowe, obligacje na okaziciela, bez podatku (-) niższa płynność i ilość informacji	(+) głębokość i płynność rynku, dostęp do wystandaryzowanych informacji (-) zeznania podatkowe	(+) zdywersyfikowane portfolio walutowe (-) zeznania podatkowe, podatek

Źródło: International Financial Markets – Richard M. Levich

lub innych instrumentów finansowych, np. rentowność bonów skarbowych. Częstotliwość wypłaty kuponów najczęściej jest półroczna i roczna. Inną formą wynagrodzenia dla obligatariuszy może być dyskonto przy sprzedaży obligacji zerokuponowych. Obrót wtórny euroobligacji jest prowadzony przede wszystkim na międzynarodowych giełdach papierów wartościowych, w szczególności w Europie. Wiodącą rolę odgrywa tu giełda londyńska London Stock Exchange oraz giełda w Luksemburgu – Luxembourg Stock Exchange.

Organizacja emisji

Emisja obligacji zagranicznych może być realizowana poprzez sprzedaż pojedynczej transzy obligacji lub wielu transz w ramach wieloletniego programu emisji obligacji średnioterminowych (Euro Medium Term Note – EMTN). Program emisji określa m.in. wielkość planowanego docelowego zadłużenia remitenta. Przy czym istnieje możliwość dużej swobody w ustalaniu wartości emisji, terminu wykupu, waluty. Stosowanie takich programów upraszcza proces przygotowania kolejnych emisji, gdyż sporządzony prospekt emisyjny zachowuje ważność przez 12 miesięcy. A do każdej kolejnej emisji wystarczy opracować skróconą informację „Pricing Supplement”, której forma jest precyzyjnie określona. Emisja obligacji może być skierowana do wybranej grupy inwestorów (prywatna) lub do nieokreślonego adresata (publiczna). Emitentem obligacji zagranicznych może być jedynie podmiot o znaczącej pozycji rynkowej, posiadający dużą wiarygodność i wysokie kapitały.

Emisja obligacji zagranicznych może być przeprowadzona również przez, utworzoną poza granicą siedziby kraju podmiot uzyskującego finansowanie, spółkę specjalnego przeznaczenia – SPV (special purpose vehicle), co ma znaczenie m.in. ze względów podatkowych.

W celu zwiększenia szansy jej powodzenia oraz obniżenia kosztów pozyskania środków finansowych, jakimi są odsetki, istotne jest uzyskanie ratingu uznanej międzynarodowej instytucji ratingowej, jak: Moody's, S&P lub Fitch.

Emisje dokonywane poprzez ofertę publiczną wymagają organizacji konsorcjum, składającego się z grupy banków działających na skalę międzynarodową, w tym także mających oddziały w kraju plasowania i notowań obligacji.

W przedstawionej strukturze oprócz podmiotów mających za zadanie organizację dystrybucji (grupa zarządzająca, grupa dystrybucyjna, gwaranci), występują instytucje finansowe – agenci – mające za zadanie koordynację procesu przygotowania emisji i notowań, a w okresie do wykupu – wyliczenia i realizacji płatności odsetek, nominału i podatków.

Atrakcyjny Londyn

Zagraniczne emisje obligacji nie podlegają nadzorowi Komisji Papierów Wartościowych i Giełd. A uproszczone procedury dopuszczania na giełdę, obowiązujące na najbardziej znaczących rynkach, jak Londyn lub Luksemburg, stanowią dodatkową zachętę dla przedsiębiorstw. Przykładowo: czas przygotowania emisji liczony od podjęcia decyzji do rozpoczęcia notowań giełdowych w Londynie lub Luksemburgu trwa od 10 do 12 ty-

godni. Wniosek o dopuszczenie do notowań na rynku brytyjskim jest rozpatrywany przez tamtejszy organ nadzoru United Kingdom Listing Authority (UKLA), funkcjonujący w ramach Financial Service Authority – w ciągu trzech dni. Wspomnieć również warto, że London Stock Exchange nie pobiera opłaty rocznej z tytułu notowania obligacji zagranicznych. Proste zasady dopuszcze-

JAKIE PAPIERY?

- korporacja Stanów Zjednoczonych emituje obligacje denominowane w euro na rynek japoński,
- spółka niemiecka emituje obligacje denominowane w jenach na rynki singapurski i chiński.

Nazwa „euro” nie ma żadnego odniesienia do kontynentu, na jakim papiery te są dystrybuowane czy notowane. Określenie to przyjęło się ze względu na fakt, iż na rynku europejskim instrument ten najpełniej się rozwinął. Tamże też opracowano większość regulacji w zakresie jego emisji.

nia do notowań i realizacji obowiązków informacyjnych są także zaletą Luxembourg Stock Exchange. Do obrotu na tej giełdzie może być dopuszczona emisja euroobligacji już o wartości 200 tys. euro. Odrębnym zagadnieniem jest plasowanie emisji na rynku amerykańskim, gdzie wymogi rejestracyjne i informacyjne są znacznie ostrzejsze. W tym zakresie obowiązują regulacje tamtejszej Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (SEC) – Securities Act z 1933 r., a także przepisy Internal Revenue Service (TEFRA C i TEFRA D). Wprowadzone w ostatnich latach XX w. nowe regulacje SEC, jak Reguła 144A, Reguła 415 oraz Reguła S, upraszczają proces plasowania emisji obligacji na rynku amerykańskim oraz ich sprzedaży Amerykanom.

Autor pracuje w WGI Dom Maklerski