

Akcjonariusz
marzec 2014

Piotr Biernacki
Założyciel IDEAcraft
Dyrektor Strategiczny, Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych
twitter.com/piotrbiernacki

Obligatariusze też mają potrzeby

Wydaje się, że po ponad trzech latach od uruchomienia rynek Catalyst jest na wyższym poziomie rozwoju organizacyjnego, niż młoda warszawska giełda w 1994 roku. Organizator obrotu i emitenci mają po prostu dojrzały wzór do naśladowania. Jednak standardom relacji inwestorskich prowadzonych przez emitentów obligacji wciąż daleko do poziomu prezentowanego przez spółki, których akcje są notowane na rynku regulowanym.

Wynika to częściowo ze struktury rynku. Dominują na nim emitenci, którzy zwracają się po kapitał do inwestorów instytucjonalnych. Wartość nominalna większości obligacji wynosi nie mniej niż kilkadziesiąt tysięcy złotych. Taka minimalna kwota inwestycji oraz prowadzenie emisji w trybie ofert prywatnych skutecznie zamyka dostęp do rynku dla przeważającej części inwestorów indywidualnych.

Strategia czy supermarket?

Z pewnością oferta prywatna obligacji ma swoje zalety: przygotowania trwają zwykle krócej i są mniej kosztowne niż w przypadku oferty publicznej na bazie prospektu emisyjnego. Zalety te jednak bledną, gdy zarząd długoterminowo planuje strategię finansowania rozwoju spółki. Oferta publiczna umożliwi elastyczne równoważenie nacisku inwestorów instytucjonalnych popytem zgłaszanych przez inwestorów indywidualnych. Dużo łatwiej jest stanąć do negocjacji na temat wysokości kuponu z największymi partnerami, jeśli wiemy, że alternatywą dla nich jest uplasowanie całej lub dużej części emisji w transzy detalicznej.

Publiczna emisja obligacji daje spółce ogromny atut w realizacji jej strategii - możliwość zbudowania społeczności inwestorów. Jeśli tylko spółka spełni swoje obietnice (wyplaci odsetki i wykupi obligacje) oraz będzie ich właściwie traktowała, to każda kolejna emisja obligacji powinna spotkać się z ich rosnącym zainteresowaniem. Taka sytuacja pozwala na obniżenie kosztów pozyskania kapitału nawet nie w długim (ponad pięcioletnim), ale już w średnim (dwu-, trzyletnim) okresie.

Stan relacji emitentów z inwestorami na rynku Catalyst zależy więc od sposobu podejścia spółek do finansowania rozwoju. Inaczej mówiąc, zależy on od tego, czy spółki traktują rynki finansowe jako element swojej strategii, czy też jak supermarket, w którym wybiera się promowany właśnie rabatami produkt. Jak każdy wie, to, co w sklepie ma duży napis „-30%” wcale nie musi okazać się tańsze, zwłaszcza jeśli myślimy o tym, co się zdarzy po zapłaceniu rachunku w kasie.

Wiarygodność i płynność

Jeśli myślimy o publicznej emisji obligacji, albo nawet o całym programie emisji, to kluczowa jest odpowiedź na pytanie: na czym zależy inwestorom indywidualnym? Ważne są dwa kluczowe czynniki, dzięki którym możemy myśleć o przyciągnięciu ich do naszych obligacji przy jednoczesnym utrzymaniu oprocentowania na rozsądnym poziomie.

Jednym z tych czynników jest płynność. Na rynku akcji rzadko zdarza się, żeby od przydziału do pierwszego dnia notowań minęło więcej niż kilka-kilkanaście dni. Na rynku Catalyst wielu emitentów wprowadza papiery do obrotu po kilkunastu tygodniach lub kilku miesiącach od emisji. Jest to częściowo spowodowane procedurą oferty prywatnej (najpierw emisja, potem przygotowanie dokumentacji i procedury formalne z GPW i KDPW). W przypadku ofert publicznych okres ten jest zwykle krótszy, ale sprawnie współpracując w trójkącie emitent - dom maklerski - instytucje rynku można go skrócić nawet do kilku dni.

Dla utrzymywania płynności już notowanych obligacji ważna jest sprawna praca animatora. Jego działanie nie powinno być tylko wypełnieniem formalnego obowiązku, lecz podlegać stałemu nadzorowi ze strony spółki. Wielu emitentów zawiera umowy z animatorami, a następnie nie interesuje się ich działaniami - to błąd, czasem równoznaczny ze zwykłym marnotrawstwem przeznaczonych na tę usługę środków.

Najważniejszym elementem budowania wysokiej płynności notowanych obligacji jest jednak stałe podtrzymywanie zainteresowania inwestorów naszymi notowanymi instrumentami. Składając w trakcie oferty publicznej przyszłym obligatariuszom obietnicę, że papier będzie płynny, musimy ją wypełnić. Emisja obligacji to nie zawarcie z bankiem umowy kredytowej, z której bank nie może się wycofać (jeśli tylko spełniamy cały czas jej warunki). Inwestor ma prawo w każdej chwili odzyskać zainwestowane środki. Trzeba więc ciągle dbać o budowanie popytu na obligacje wśród innych inwestorów - po to, aby obligatariusze mieli komu je sprzedać, jeśli będą chcieli wyjść z inwestycji.

Głównym narzędziem budowania tego stałego popytu na obligacje jest właściwa, otwarta, konsekwentna polityka informacyjna. Spółka nie może ograniczać się do wypełniania narzuconych regulacjami obowiązków informacyjnych, ale samemu szukać sposobów informowania inwestorów o swojej działalności i podkreślania atutów wyemitowanych instrumentów finansowych. Porządny serwis internetowy dla inwestorów, aktywne kontakty z mediami finansowymi, kontakty bezpośrednie i w mediach społecznościowych to główne kanały komunikacji, z których może korzystać każda spółka.

Drugim ze wspomnianych czynników jest wiarygodność spółki. Obligatariusz nie uczestniczy w sukcesie strategii rozwoju spółki w taki sposób, jak akcjonariusz. Ten drugi wierząc w spółkę liczy na dywidendę lub na wzrost kursu. Ten pierwszy ma nadzieję na odzyskanie zainwestowanych środków i zarobienie jasno określonej kwoty w postaci odsetek, ale przede wszystkim chce się czuć bezpiecznie, będąc pewnym, że spółka jest i będzie wypłacalna.

Podstawą wiarygodności jest transparentność, czyli przejrzysta, zrozumiała i konsekwentna komunikacja. Budowanie wiarygodności jest procesem długotrwałym, zajmuje kwartały i lata, a nie dni i tygodnie. Emitent obligacji powinien opierać komunikację na pokazaniu skuteczności silnego zarządu w realizacji strategii: jeśli ci ludzie od kilku lat rozwijają spółkę, przeprowadzili ją suchą nogą przez ostatni kryzys, podbili nowe rynki, umieją trzymać koszty w ryzach, to jestem w stanie uwierzyć, że w kolejnych kilku latach spółka nadal będzie bezpieczna.

Dla inwestora, któremu oferujemy akcje, historia spółki i jej przeszłe wyniki finansowe mają mniejsze znaczenie, niż przekonujący pomysł na rozwój. Potencjalny akcjonariusz w historycznych wynikach szuka jedynie ewentualnych „trupów w szafie” oraz podstawowej informacji o skali działalności spółki. Interesują go przede wszystkim prognozy wyników, tendencje w kształtowaniu się marż i umiejętność zwiększania skali działalności. Inwestor

obligacyjny na podstawie historycznych wyników widzi, czy spółka była w stanie generować wystarczająco dużo gotówki - a to od tej umiejętności będzie w przyszłości zależała zdolność do wypłaty odsetek i wykupu obligacji.

Relacje inwestorskie działają jak procent składany

Większość z wymienionych sposobów zaspokajania potrzeb inwestorów można wykorzystać przy jednorazowej emisji obligacji w trybie oferty prywatnej. Ich siła ujawnia się jednak przede wszystkim jeśli emitujemy obligacje w trybie oferty publicznej i robimy to regularnie. Każdy kwartał i rok otwartej polityki informacyjnej i budowania wiarygodności skutkuje większym popytem w kolejnych emisjach. Przy pierwszej emisji możemy inwestorom tylko obiecać, że zadbamy o płynność obligacji. Przy kolejnych możemy udowodnić, że to robimy - a to o wiele mocniejszy i bardziej przekonujący przekaz.

Dla budowania wiarygodności emitenta ogromne znaczenie ma jego track record, czyli historia na rynku kapitałowym. Podobnie jest z samym rynkiem. Młody Catalyst pokazał inwestorom, że obligacje mogą być bardzo stabilną lokatą kapitału, ale też mogą wiązać się z utratą części lub całych zainwestowanych środków. Jestem przekonany, że kilka spółek, które w latach 2012-2013 zaczęły regularnie emitować obligacje w trybie ofert publicznych, pokażą innym, że jest to skuteczny i długoterminowo bardzo korzystny sposób pozyskiwania środków na rozwój.