

CATALYST BOND HANDBOOK

Kompendium wiedzy o debiucie na Catalyst



CATALYST

Pierwszy krok na Catalyst – od wizji do debiutu

WSTĘP



Polski rynek przedsiębiorstw dynamicznie dojrzewa, a wraz z nim ewoluują potrzeby kapitałowe. Choć kredyt bankowy wciąż dominuje jako źródło finansowania, coraz więcej świadomych organizacji dostrzega strategiczne zalety dywersyfikacji kapitału. Emisja obligacji korporacyjnych, mimo, że wykorzystywana jako źródło finansowania w rosnącym, ale wciąż niewielkim zakresie, stanowi atrakcyjną alternatywę wobec tradycyjnego finansowania bankowego.

Decydując się na emisję obligacji, firma pozyskuje kapitał bez rozwadniania udziałów, zyskując jednocześnie elastyczność i możliwość budowania wiarygodności kredytowej na Catalyst. Obecność na Catalyst buduje transparentność i zaufanie inwestorów, które procentują przy kolejnych rundach finansowania.

Jako Dział Rynku Pierwotnego GPW, we współpracy z partnerami, przygotowaliśmy ten „Przewodnik”, by uporządkować wiedzę, obalić mity dotyczące „trudności” emisji i krok po kroku przybliżyć proces wprowadzenia obligacji na Catalyst.

W publikacji znajdziesz odpowiedzi na kluczowe pytania:

- Dlaczego obligacje dają większą elastyczność niż kredyt i jak chronią przed rozwodnieniem akcjonariatu,
- Jak wybrać właściwy rynek notowań i wypracować optymalną strukturę oferty,
- Jak efektywnie przeprowadzić proces emisji,
- Jakie obowiązki informacyjne spoczywają na emitencie oraz jaką rolę odgrywa rating i czynniki ESG w oczach inwestorów.

Mamy nadzieję, że niniejszy przewodnik stanie się dla Państwa efektywnym narzędziem nawigacji po rynku obligacji notowanych na Catalyst i podstawą do podjęcia rozważań odnośnie **dywersyfikacji źródeł finansowania** poprzez tę formę finansowania.

Serdecznie dziękujemy ekspertom rynkowym wymienionym poniżej:

Izabella Bednarz (izabella.bednarz@bakermckenzie.com)

Michał Głowacki (michal.glowacki@bakermckenzie.com)

Jakub Chomicki (jakub.chomicki@mbank.pl)

Andrzej Cwalina (andrzej.cwalina@mbank.pl)

Tomasz Gałka (tomasz.galka@mbank.pl)

Hubert Kucharczyk (hubert.kucharczyk@mbank.pl)

Michał Pielasa (michal.pielasa@mbank.pl)

Katarzyna Zaremba-Kopeć (katarzyna.zaremba-kopec@mbank.pl)

Dorota Bartczak (dorota.bartczak@pekao.com.pl)

Małgorzata Nakończy (malgorzata.nakonczy@pekao.com.pl)

Michał Kierat (michal.kierat@santander.pl)

Piotr Zagajewski (piotr.zagajewski@santander.pl)

Dawid Fankidejski (dawid.fankidejski@trigon.pl)

Czesław Martysz (czeslaw.martysz@trigon.pl)

Kamil Witkowski (kamil.witkowski@trigon.pl)

Grzegorz Abram (grzegorz.abram@whitecase.com)

Paweł Zagórski (pawel.zagorski@whitecase.com)

za nieocenione wsparcie merytoryczne przy tworzeniu tego materiału oraz Działom:
Emitentów, Prawnemu i Compliance GPW za jego weryfikację.

SKORZYSTAJ Z PEŁNI MOŻLIWOŚCI SZKOLENIOWYCH, JAKIE OFERUJE GPW – OD TEORII PO PRAKTYKĘ...



Przygotuj się kompleksowo do debiutu na Catalyst. Najważniejsze informacje dotyczące procesu znajdziesz w niniejszym Przewodniku.

Jeżeli nie jesteś jeszcze spółką publiczną, której akcje są notowane na Głównym Rynku GPW lub w Alternatywnym Systemie Obrotu NewConnect, zachęcamy do zapoznania się z naszym **IPO Handbookem**, **Przewodnikiem NewConnect** oraz zapraszamy do skorzystania z naszego programu szkoleniowego **GPW IPO Academy**.



Przewodnik o obligacjach

Przewodnik opisujący proces wprowadzenia obligacji korporacyjnych na Catalyst. Prezentuje kluczowe etapy emisji, wymagania formalne oraz praktyczne wskazówki.

akcje



obligacje



Przewodnik NewConnect

Szczegółowy przewodnik opisujący proces wprowadzenia spółki na NewConnect – alternatywny system obrotu GPW. Adresatami przewodnika są MŚP (małe i średnie przedsiębiorstwa) oraz innowacyjne firmy, które rozważają pozyskanie kapitału za pośrednictwem NewConnect.

IPO Handbook

IPO Handbook to kompleksowy przewodnik dotyczący procesu IPO na Głównym Rynku GPW – od uwarunkowań prawnych, przez wymagania dokumentacyjne, aż po praktyczne wskazówki dotyczące przygotowania spółki do debiutu. Publikacja została opracowana z myślą o przedsiębiorstwach planujących wejście na Główny Rynek GPW.

GPW IPO Academy



Sprawdź kiedy rusza kolejna edycja i zapisz się do IPO Academy!

To program precyzyjnie wyselekcjonowanych tematycznie warsztatów eksperckich przygotowujących do debiutu giełdowego (IPO) na Głównym Rynku GPW lub NewConnect, prowadzonych przez najwyższej klasy specjalistów rynkowych. Szczegóły dotyczące programu poznasz klikając w link zamieszczony poniżej.

[Główny Rynek GPW - GPW IPO Academy](#)

SPIIS TREŚCI

Catalyst Bond Handbook

Twoje kompendium wiedzy



05 GPW Catalyst – ekosystem dla emitenta

08 Obligacja jako instrument finansowy

12 Elementy procesu emisji obligacji

21 Dokumentacja transakcyjna

25 Marketing transakcji

34 Rozliczenie, dopuszczenie i debiut na Catalyst

37 Post-listing - Dalsza obsługa długu

GPW Catalyst

Ekosystem dla emitenta



RYNEK OBLIGACJI

>340

serii obligacji
korporacyjnych

>92,0

mld PLN
wartość emisji
korporacyjnych



RYNEK GŁÓWNY

c. 400

notowanych
spółek

>2,0

bln PLN
kapitalizacji



ASO

>350

liczba serii
obligacji
korporacyjnych

>13

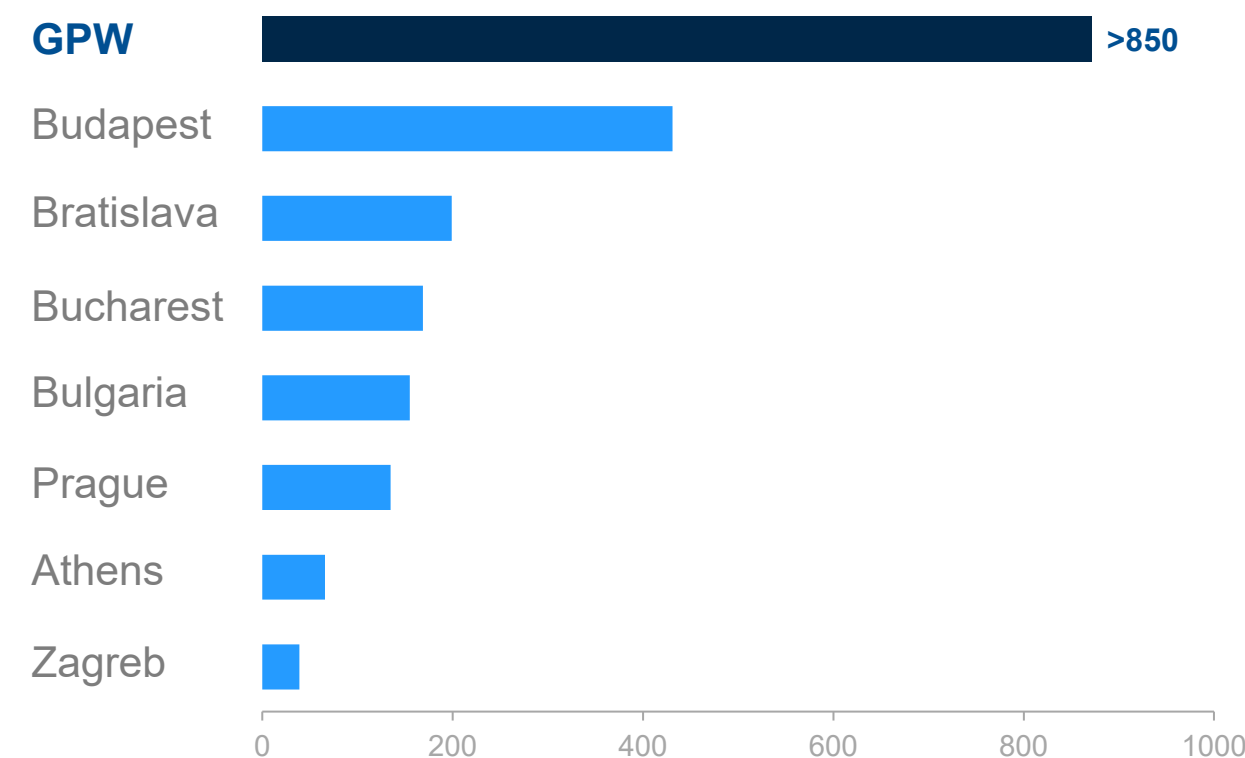
mld PLN
wartość emisji
korporacyjnych

CATALYST¹ – lider rynku obligacji w Europie Środkowo-Wschodniej

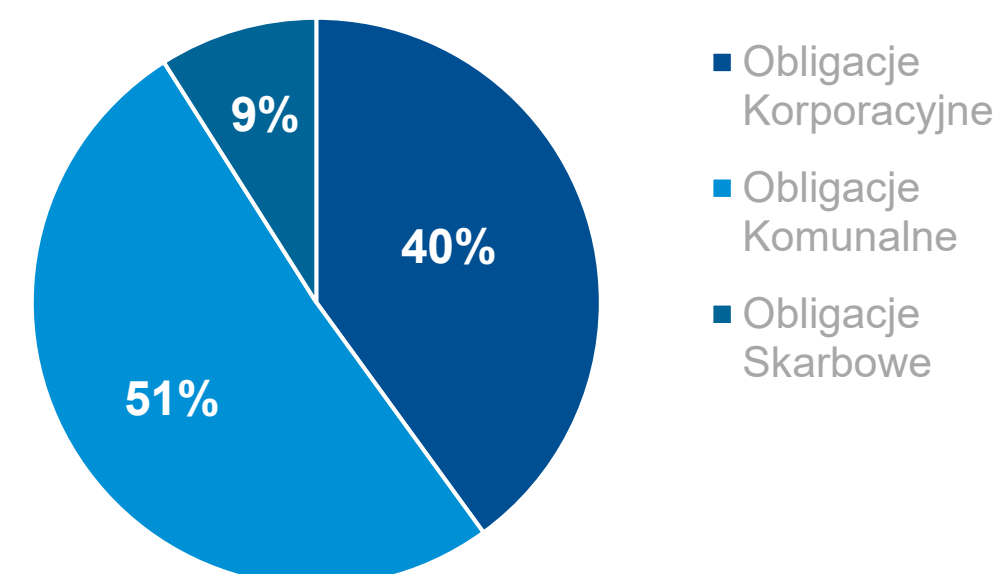
GPW Catalyst to największy system obrotu obligacjami w Europie Środkowo-Wschodniej. **Catalyst przeznaczony jest dla spółek, które chcą dywersyfikować źródła finansowania spełniając jednocześnie wymogi i standardy transparentności.**

GPW S.A. w ramach Catalyst prowadzi obrót notowań instrumentami dłużnymi na Rynku Regulowanym (RR) oraz w Alternatywnym Systemie Obrotu (ASO). Na rynkach tych notowane są zarówno obligacje korporacyjne, komunalne wyemitowane przez JST², jak i część obligacji skarbowych. **Niniejsza Publikacja dotyczy procesu wprowadzania do obrotu na oba Catalyst wyłącznie obligacji korporacyjnych.**

**GPW liderem
pod kątem liczby
serii notowanych
obligacji
w regionie CEE**

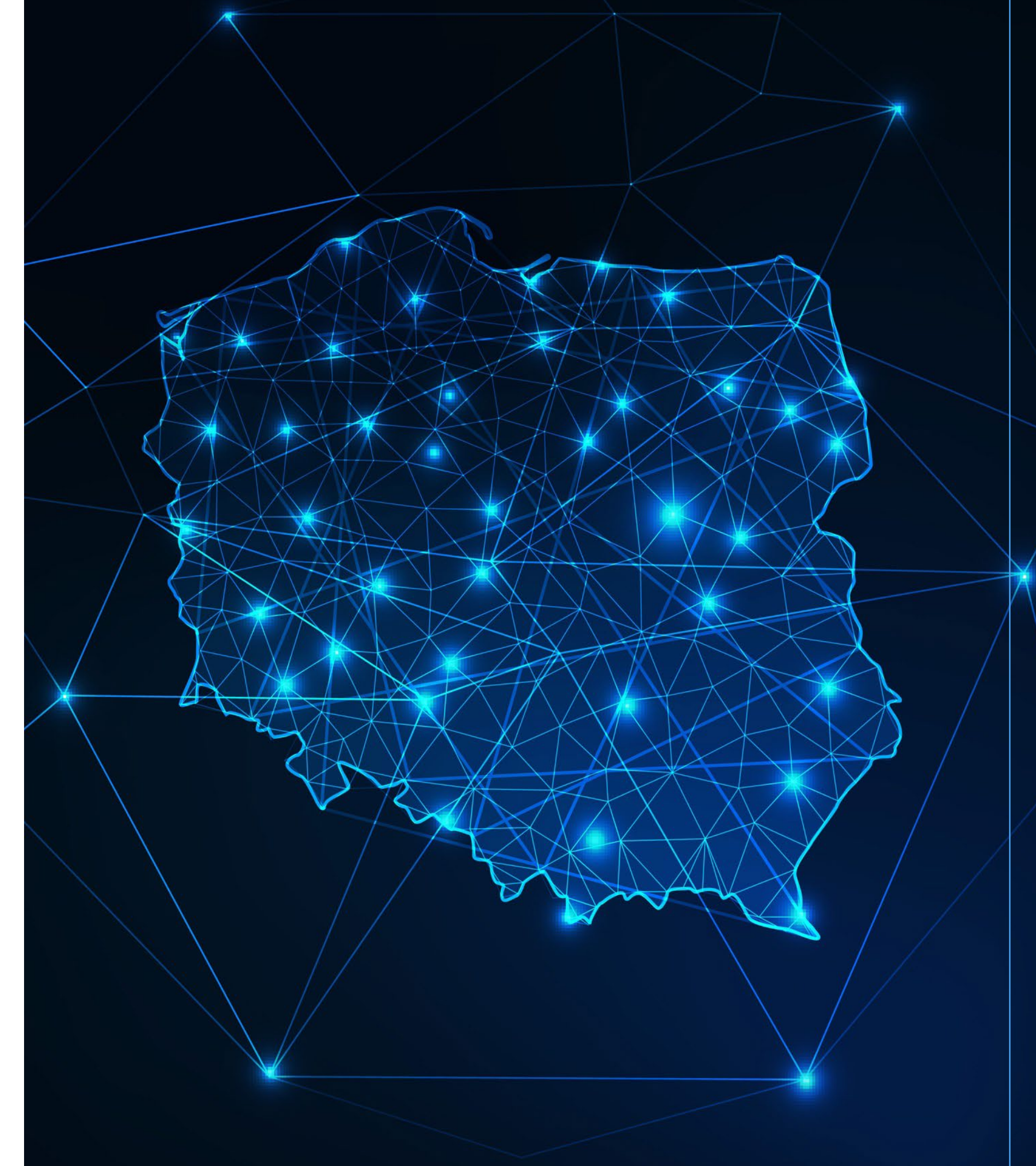


**Struktura Catalyst
wg liczby serii
„notowanych
obligacji”**



¹ Wszelkie dane statystyczne zawarte w niniejszym opracowaniu należy traktować jako aktualne na moment jego publikacji

² JST – Jednostka Samorządu Terytorialnego



CATALYST

RYNEK REGULOWANY VS. ASO

GPW S.A. prowadzi dwa systemy obrotu obligacjami korporacyjnymi: **Rynek Regulowany („RR”) Catalyst oraz Alternatywny System Obrotu (ASO) Catalyst.**

Decyzja ws. wyboru odpowiedniego systemu obrotu poprzedzona jest rozmowami z doradcami w procesie i powinna uwzględniać charakter planowanej emisji, profil inwestorów, do których będzie kierowana oferta, a także oczekiwany termin przeprowadzenia emisji.

- **Rynek Regulowany Catalyst jest zorganizowanym systemem obrotu obligacjami dopuszczonymi do obrotu, który podlega nadzorowi KNF (Komisji Nadzoru Finansowego).** Przeznaczony jest dla ofert publicznych wymagających sporządzenia prospektu. Zapewnia najwyższą wiarygodność rynkową oraz umożliwia dostęp do szerokiego grona inwestorów, w tym inwestorów detalicznych.
- **ASO Catalyst jest alternatywnym systemem obrotu obligacji, prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie.** Wprowadzenie obligacji na ASO Catalyst nie wymaga sporządzenia i zatwierdzenia prospektu. Charakteryzuje się uproszczonymi obowiązkami informacyjnymi, krótszym czasem wprowadzenia instrumentu do obrotu oraz niższymi kosztami emisji. W praktyce emisje kierowane na ASO Catalyst poprzedzone są ofertą kierowaną w głównej mierze do inwestorów instytucjonalnych lub inwestorów typu HNWI¹.
- Obligacje korporacyjne w większości są notowane na ASO Catalyst, natomiast na RR dominują obligacje JST i kierowane typowo do inwestorów detalicznych.

¹ HNWI – *High Net Worth Individuals*, czyli zamożni inwestorzy prywatni, których majątek liczony w aktywach netto wynosi co najmniej 1 mln dolarów.

Obligacja jako instrument finansowy

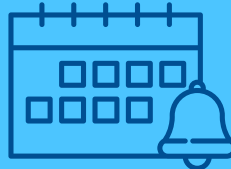
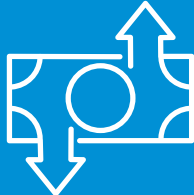
Korzyści i wymogi wynikające z finansowania obligacyjnego

CZYM SĄ OBLIGACJE KORPORACYJNE?

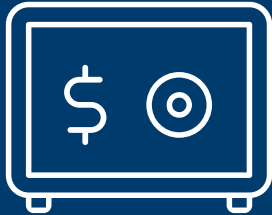


Obligacje korporacyjne to dłużne papiery wartościowe emitowane w serii przez przedsiębiorstwa w celu pozyskania kapitału. Emitent (spółka) staje się dłużnikiem obligatariusza (inwestora) i zobowiązuje się do spełnienia określonego świadczenia pieniężnego. Emitentem obligacji może być zarówno spółka akcyjna, jak i spółka z ograniczoną odpowiedzialnością (brak konieczności dostosowania formy prawnej).

Obligacje definiowane są w zależności od następujących parametrów:

 SPOSOBU NALICZANIA OPROCENTOWANIA Obligacje o zmiennym oprocentowaniu (<i>floating rate</i>) - Kupon obligacji składa się ze stopy bazowej i marży emitenta - Najczęściej spotykany obecnie typ na polskim rynku Obligacje o stałym oprocentowaniu (<i>fixed rate</i>) - Stać stopa kuponu przez cały okres życia obligacji Obligacje zerokuponowe (<i>zero-coupon</i> lub <i>discount bond</i>) - Brak kuponu, emisja z dyskontem do wartości nominalnej - Dochód inwestora wynika z różnicy pomiędzy ceną nabycia a jej wartością wykupu	 TERMINU WYKUPU Obligacje krótkoterminowe - Termin wykupu krótszy niż 1 rok Obligacje średnioterminowe - Termin wykupu w przedziale od 1 roku do 7 lat Obligacje długoterminowe - Termin wykupu powyżej 7 lat Obligacje wieczyste - Brak określonego terminu wykupu - Emitent wypłaca jedynie odsetki	 SPOSOBU WYKUPU Obligacje z jednorazowym wykupem (<i>bullet</i>) - Całość kapitału (wartość nominalna) spłacana jednorazowo w dniu wykupu - Dominuje na polskim rynku Obligacje amortyzowane - Kapitał spłacany w ratach zgodnie z harmonogramem amortyzacji - Ogranicza ryzyko wykupu pełnej kwoty w jednej dacie Obligacje z opcją call - Prawo do wcześniejszego wykupu obligacji przez emitenta w określonym terminie i po ustalonej cenie	 WALUTY Na GPW Catalyst obligacje są najczęściej denominowane i rozliczane w PLN Część emitentów decyduje się na emisję w EUR, ponieważ: - Osiągają przychody w EUR - Oferta kierowana do inwestorów zagranicznych - Prowadzi inwestycje za granicą Aplikacja agenta emisji w KDPW dopuszcza następujące waluty: PLN, EUR, CZK, CHF, GBP, HUF, USD.
Im wyższe ryzyko rynkowe oraz ryzyko kredytowe emitenta, tym wyższy kupon.	Okres, na jaki emitowane są obligacje (tenor) wpływa na koszt długu: im dłuższy okres, tym wyższa premia za ryzyko i tym samym wyższe oprocentowanie obligacji.	Wybór struktury spłaty determinuje profil ryzyka płynności. Amortyzacja rozkłada obciążenie w czasie, redukując ryzyko refinansowania, charakterystyczne dla obligacji typu bullet (jednorazowa spłata całości kapitału w dacie wykupu).	

KLUCZOWE KORZYŚCI WYNIKAJĄCE Z EMISJI OBLIGACJI Z PERSPEKTYWY EMITENTA

Dywersyfikacja źródeł finansowania	Odpowiednie dopasowanie okresu finansowania	Elastyczność	Transparentność i rozpoznawalność	Notowanie a przyszłe poziomy marż	Brak konieczności rozwodnienia kapitału
• Uniezależnienie od polityki kredytowej jednego banku (lub konsorcjum bankowego). • Poszerzenie grona inwestorów o inwestorów instytucjonalnych oraz inwestorów indywidualnych. • Alternatywa w przypadku refinansowania dotychczasowych, droższych zobowiązań. • Posiadanie alternatywnego źródła kapitału może poprawić pozycję negocjacyjną spółki w rozmowach z bankami o finansowaniu w formie kredytu.	• Możliwość uzyskania kapitału na dłuższy okres. • Stabilność przepływów finansowych – finansowanie najczęściej bez konieczności bieżącej amortyzacji kapitału. • Najczęściej spłata jednorazowa (<i>bullet</i>) vs. regularna spłata raty kapitałowo-odsetkowej dla kredytu. • Większy komfort prowadzenia działalności i stabilność struktury finansowej. • Lepsze dopasowanie do cyklu inwestycyjnego.	• Możliwość dopasowania tenoru (1 - 7+ lat) oraz oprocentowania (stałe lub zmienne) do potrzeb emitenta. • Możliwość strukturyzacji z ustanowieniem zabezpieczeń lub w formie emisji niezabezpieczonej. • Większa swoboda w ustalaniu warunków pozyskania kapitału niż w przypadku kredytu bankowego. • Szybkie uruchamianie kolejnych serii w ramach zatwierdzonego programu emisji obligacji.	• Wejście na Catalyst buduje wizerunek i rozpoznawalność spółki wśród inwestorów instytucjonalnych i indywidualnych. • Lepsza komunikacja z inwestorami oraz przygotowanie się do potencjalnego debiutu giełdowego. • Regularne raportowanie zwiększa wiarygodność spółki.	• Poziom notowań wcześniej wyemitowanych serii stanowi podstawowy <i>benchmark</i> wyceny przyszłych emisji. • Historia wcześniejszych emisji może wpływać na obniżenie premii za ryzyko i potencjalnie pozwala na plasowanie emisji przy niższej marży w ramach kolejnych emisji (nie jest to jednak regułą i zależy od sytuacji emitenta).	• Pozyskanie kapitału bez konieczności emitowania akcji. • Zachowanie dotychczasowej struktury właścicielskiej.
					

KLUCZOWE OBOWIĄZKI EMITENTA WYNIKAJĄCE Z EMISJI OBLIGACJI



Finansowanie dłużne przez emisję obligacji wiąże się ze spełnianiem wymogów informacyjnych wynikających z regulacji GPW Catalyst oraz przepisów prawa (w tym regulacji MAR).

Decyzja o wejściu na rynek dłużny każdorazowo wymaga dokładnego rozważenia nie tylko potencjalnych korzyści, lecz także ograniczeń, jakie niesie ze sobą ten instrument.



Obowiązek terminowej obsługi zadłużenia

Obligacje są zobowiązaniem emitenta do wykupu wartości nominalnej (zwykle w dniu zapadalności) oraz do wypłaty wynagrodzenia inwestorowi w formie kuponów odsetkowych albo – dla obligacji zerokuponowych – w formie dyskonta rozliczanego przy wykupie. Niewywiązanie się z płatności oznacza naruszenie warunków emisji (*default*) i może prowadzić do:

- natychmiastowego wykupu wszystkich obligacji,
- tzw. cross default*,
- utraty reputacji rynkowej,
- trudności w pozyskaniu kolejnego finansowania,
- w skrajnych przypadkach – postępowania restrukturyzacyjnego lub upadłościowego.

*Klauzula, zgodnie z którą naruszenie jednego zobowiązania finansowego automatycznie powoduje naruszenie innych umów.



Obowiązki informacyjne

Emitenci obligacji notowanych na Rynku Regulowanym lub w ASO, zobowiązani są do:

- stosowania przepisów Market Abuse Regulation (MAR) (ujawnianie poufnych informacji, zapewnienie równego dostępu do informacji oraz dodatkowe obowiązki i ograniczenia przewidziane dla osób pełniących obowiązki zarządcze),
- publikowania raportów finansowych rocznych i półrocznych,
- informowania o istotnych zdarzeniach, w szczególności dotyczących spłaty obligacji,
- zachowywania wysokich standardów ładu korporacyjnego.

ELEMENTY PROCESU EMISJI OBLIGACJI

Kluczowe etapy i rola doradców

PIERWSZE KROKI W PROCESIE

– ZAANGAŻUJ ODPOWIEDNICH DORADCÓW

- **Decyzja o emisji obligacji jest istotnym wydarzeniem w życiu spółki i ważnym elementem strategii finansowania jej rozwoju.** Stanowi ona nie tylko sposób pozyskania kapitału, ale również okazję do weryfikacji struktury zadłużenia, kosztu finansowania oraz długoterminowej strategii zarządzania płynnością i ryzykiem. Emisja obligacji może wspierać realizację ambitnych planów inwestycyjnych, jednocześnie budując wiarygodność spółki na rynku kapitałowym.
- **Proces emisji obligacji obejmuje szereg działań regulowanych** (zarówno przez przepisy prawa, jak i praktykę rynkową). Wymaga on odpowiedniego przygotowania pod względem prawnym, finansowym oraz komunikacyjnym, a także zaangażowania doradców posiadających doświadczenie w transakcjach strukturyzowania i plasowania emisji obligacji. **Profesjonalne przygotowanie emisji jest kluczowe dla zaufania inwestorów i powodzenia całego procesu.**
- **Pierwszym krokiem jest wybór podmiotu pełniącego rolę organizatora emisji** (np. domu maklerskiego lub banku inwestycyjnego), który będzie koordynował działania i wspierał spółkę w przygotowaniu dokumentacji, ustaleniu warunków emisji oraz przeprowadzeniu procesu sprzedaży obligacji. Organizator emisji opracowuje wstępny harmonogram, proponowaną strukturę emisji (np. wartość, okres zapadalności, oprocentowanie). Aby dokonać optymalnego wyboru, warto skierować zapytania ofertowe do kilku wiodących podmiotów na rynku. Kluczowe kryteria to m.in. doświadczenie w emisjach obligacji, jakość zespołu sprzedażowego, dostęp do szerokiej bazy inwestorów instytucjonalnych, inwestorów prywatnych (HNWI*, *family offices*, funduszy typu ASI), czy inwestorów detalicznych w przypadku chęci skierowania oferty również do tej grupy podmiotów.
- **Kluczowe jest również wybranie doradcy prawnego** posiadającego bogate doświadczenie w transakcjach rynku kapitałowego, co wspiera pozytywnie powodzenie procesu.
- **Przy wyborze każdego z doradców ważna jest ocena ich doświadczenia związanego z doradztwem na rynku kapitałowym.** Powinny to być podmioty, które mają doświadczenie w plasowaniu obligacji oraz ewentualnie procedowaniu prospektu przed KNF (Komisją Nadzoru Finansowego) w przypadku emisji prospektowych.

DORADCY I ICH ROLA W PROCESIE EMISJI OBLIGACJI

Zanim rozpoczniesz proces emisji obligacji, musisz zbudować zespół doświadczonych doradców, którzy poprowadzą Cię przez całą transakcję. Dlaczego to tak istotne? Emisja obligacji wymaga precyzyjnego przygotowania, koordynacji wielu zadań oraz zgodności z regulacjami rynku kapitałowego. Profesjonalni doradcy zapewniają płynne przeprowadzenie procesu oraz spełnienie wymogów prawnych przy ofercie obligacji.

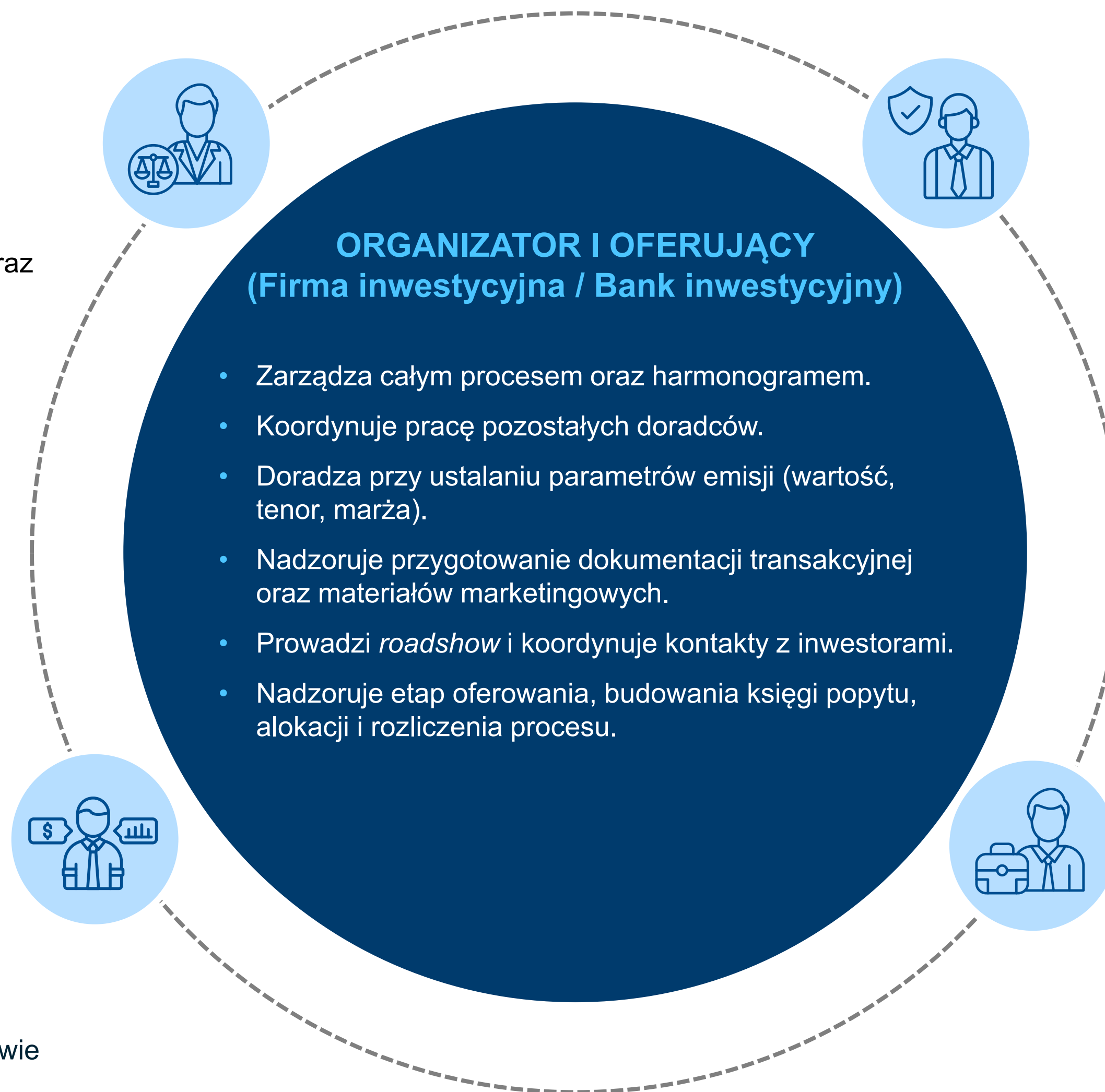
Doradca prawny

- Sporządza i opiniuje dokumentację emisyjną.
- Zapewnia emitentowi wsparcie w zakresie prawidłowego przygotowania dokumentacji oraz przeprowadzenia transakcji zgodnie z obowiązującymi przepisami.
- Często występują dwaj doradcy prawni - emitenta oraz organizatora/organizatorów.

Sponsor emisji* (Pośrednik techniczny)

- Przyjmuje z KDPW pulę obligacji zarejestrowaną przez Agenta Emisji
- Wystawia instrukcje rozrachunku do bezpośrednich uczestników KDPW w celu zaksięgowania obligacji na rachunkach papierów wartościowych.

*W zależności czy emisja rozliczana jest bezpośrednio w KDPW (DvP) czy za pośrednictwem agenta emisji.



Biegły rewident

- Weryfikuje sprawozdania finansowe emitenta
- Sporządza opinię z badania sprawozdań finansowych na potrzeby oferty publicznej obligacji

Agenci

- Agent Emisji – Rejestruje obligacje w KDPW
- Agent Płatniczy – Rejestruje zdarzenia i wpłaca pożytki z obligacji do KDPW (podfunkcja agenta emisji, funkcja występuje w umowie agenta emisji jako fakultatywna)
- Agent Kalkulacyjny – Oblicza odsetki zgodnie z warunkami emisji
- Agent Techniczny – Rozlicza emisję i wystawia odpowiednie instrukcje rozliczeniowe.
- Agent Dokumentacyjny – Przechowuje dokumenty i komunikaty publikowane na stronie internetowej.
- W praktyce zazwyczaj jedna instytucja (np. bank inwestycyjny lub dom maklerski odpowiedzialny za emisję) realizuje wszystkie te zadania, co znacząco ułatwia proces emisji dla emitenta.

OPCJONALNI DORADCY ZAANGAŻOWANI W PROCES EMISJI



Koordynator

W transakcjach konsorcjalnych – z udziałem kilku dealerów – koordynuje komunikację oraz prace konsorcjum w ramach programu emisji lub przy serii danej emisji.



Doradca ds. relacji inwestorskich / PR

Wspiera emitenta w komunikacji z rynkiem, w szczególności w przygotowaniu materiałów informacyjnych, komunikatów oraz działań wizerunkowych.



Animator Rynku

Odpowiada za podtrzymywanie płynności i wolumenu obrotu poprzez składanie zleceń kupna i sprzedaży obligacji (dla emisji obligacji o wartości poniżej 10 mln zł wymóg obligatoryjny).



Doradca ds. ESG

Strukturyzuje obligacje z elementami ESG (obligacje zielone, społeczne, zrównoważone) oraz wspiera w przygotowaniu strategii (*bond framework*) i pomaga uzyskać niezależną opinię potwierdzającą zgodność ze standardami ICMA (International Capital Markets Association).



Doradca ds. Ratingu

Doradza emitentowi w procesie uzyskania ratingu kredytowego od agencji ratingowej.

Instytucje niezbędne w procesie emisji obligacji



KDPW

- Dokonuje rejestracji papierów wartościowych na rachunkach uczestników.
- Dokonuje rozliczeń i rozrachunku świadczeń z tytułu obligacji.
- Prowadzi rejestr zobowiązań emitentów.

GPW

- Odpowiada za prowadzenie Rynku Regulowanego i ASO w ramach Catalyst.
- Podejmuje decyzje o wprowadzeniu obligacji do obrotu giełdowego na Rynku Regulowanym lub w ASO.

KNF

- Odpowiada za zatwierdzenie prospektu, w przypadku gdy jest on niezbędny na potrzeby oferowania i wprowadzenia do obrotu.

ORIENTACYJNY* HARMONOGRAM PROCESU EMISJI OBLIGACJI



DOKUMENTACJA

Przygotowanie dokumentacji transakcyjnej

Wybór doradców, przeprowadzenie *due diligence*, opracowanie modelu finansowego, uzgodnienie ramowych parametrów emisji oraz przygotowanie dokumentów emisyjnych.

Oferujący wraz z emitentem ustalają najważniejsze warunki emisji: cel, strukturę, tenor, zabezpieczenia. Prace nad warunkami emisji (WEO) mogą przebiegać równolegle z przygotowaniem prospektu, o ile jest wymagany.



FAZA PRZYGOTOWAWCZA

~ 5 tygodni

Prospekt (opcja)

W przypadku ofert wymagających przygotowania i zatwierdzenia prospektu proces ulega wydłużeniu. Faza przygotowawcza średnio trwa 2 – 4 miesiące i jej celem jest sporządzenie prospektu. Prospekt jest następnie składany w KNF, który analizuje go i przekazuje uwagi, na które emitent udziela wyjaśnień. Zatwierdzenie prospektu przez KNF trwa zazwyczaj około 3-6 miesięcy.



PRZYGOTOWANIE PROSPEKTU*

~ 5 miesięcy (opcja)

~ 8-10 miesięcy

orientacyjny czas przeprowadzenia procesu emisji obligacji z prospektem

~ 2-3 miesiące

orientacyjny czas przeprowadzenia procesu emisji obligacji bez prospektu

Procedurę z prospektem warto brać pod uwagę w przypadku chęci kierowania oferty do inwestorów detalicznych.

MARKETING

Rozpoczęcie oferty – Oferta publiczna w trybie prospektowym rozpoczyna się dopiero po zatwierdzeniu prospektu przez KNF.

~ 1-2 tygodnie



PRE-MARKETING

Market Sounding

Wstępne, poufne badanie zainteresowania inwestorów rozważaną emisją obligacji.

Oferujący może zwrócić się do wybranych inwestorów, w tym inwestorów kluczowych (*anchor investors*) o opinię na temat wstępnych warunków emisji.

~ 2-3 tygodnie



ROADSHOW

Roadshow

Spotkania z wybranymi inwestorami, których celem jest zbadanie zainteresowania inwestorów wobec prezentowanego *credit story***.

Spółka wraz z doradcami przygotowuje zestaw materiałów marketingowych, w tym prezentacje dla inwestorów.

~ 1-2 tygodnie



BOOKBUILDING I ROZLICZENIE

Bookbuilding i rozliczenie

Budowa książki popytu (*bookbuilding*): inwestorzy składają deklaracje nabycia obligacji, określając graniczne parametry nabycia.

Emitent przyjmuje zapisy podczas *bookbuildingu*. Po zamknięciu subskrypcji emitent podejmuje uchwałę o przydziale obligacji. Następnie ma miejsce rozliczenie przez KDPW lub agenta emisji.



DEBIUT NA CATALYST

Po podjęciu uchwały o dopuszczeniu i wprowadzeniu do obrotu przez GPW zostaje wyznaczony dzień pierwszego notowania, kiedy to obligacje zostają wprowadzone na rynek giełdowy i rozpoczynają się ich notowania.

*Powyższy harmonogram ma charakter orientacyjny. Większość emisji obligacji w Polsce jest realizowana w trybie bezprospektowym i ich średni czas realizacji oferty wynosi 2-3 miesiące i może ulec skróceniu lub wydłużeniu w zależności od przebiegu poszczególnych etapów.

W przypadku ofert prospektowych czas ulega wydłużeniu z powodu konieczności przygotowania i zatwierdzenia prospektu i może wynieść nawet 8-10 miesięcy. Kolejne emisje w ramach ważnego prospektu przebiegają znacznie szybciej, ponieważ obejmują wyłącznie fazę transakcyjną.

**Narracja dotycząca zdolności kredytowej spółki, która ma na celu przekonanie inwestorów do podjęcia inwestycji.

NAJWAŻNIEJSZE ELEMENTY PROCESU STRUKTURYZOWANIA EMISJI OBLIGACJI



Emisja obligacji jest istotnym zdarzeniem korporacyjnym i kamieniem milowym w rozwoju spółki.

Jest to dobra okazja do uporządkowania strategii finansowej, struktury zadłużenia oraz wypracowania prezentacji długoterminowych potrzeb kapitałowych.

1 Proces Due Diligence Kluczowy etap procesu emisji obligacji mający na celu zweryfikowanie sytuacji finansowej, prawnej i biznesowej emitenta. W ramach tego procesu doradcy analizują zdolność spółki do obsługi zadłużenia, ryzyka operacyjne, a także weryfikują, czy spółka spełnia wszystkie wymogi formalne i prawne związane z emisją. Dogłębna analiza może również zidentyfikować obszary wymagające dostosowania struktury emisji lub zakresu ujawnień informacyjnych.	2 Analiza potrzeb i model spłaty Celem tego etapu jest potwierdzenie zdolności spółki do obsługi długu w całym okresie finansowania oraz zaprojektowanie struktury emisji. Zakres analizy obejmuje: - przygotowanie lub weryfikację modelu finansowego spółki wraz z projekcją przepływów pieniężnych, - stress-testy uwzględniające pesymistyczne scenariusze i warianty operacyjne i rynkowe i ich wpływ na wskaźniki i zdolność obsługi zadłużenia, - analizę kluczowych wskaźników zadłużenia i płynności, - harmonogram wykupu i odsetek dopasowany do przepływów operacyjnych.	3 Strukturyzacja instrumentu Biorąc pod uwagę potrzeby spółki oraz otoczenie rynkowe, emitent we współpracy z organizatorem emisji określa wstępne parametry emisji, które następnie są weryfikowane z kluczowymi inwestorami w ramach tzw. <i>market soundingu</i>. Podstawowe parametry oferty: - rodzaj i tryb przeprowadzenia oferty (oferta publiczna prospektowa lub bezprospektowa), - grupa docelowa inwestorów, - kwota emisji, - termin zapadalności (tenor), - rodzaj oprocentowania i marża, - ewentualne zabezpieczenia.	4 Sprawozdania finansowe W przypadku oferty publicznej wymagającej sporządzenia i zatwierdzenia prospektu istnieje konieczność przedstawienia zaudytowanych sprawozdań finansowych za 3 lata obrotowe (zgodnie z obecnymi zasadami). Od czerwca 2026 r. wymóg zostanie skrócony do 2 lat (Listing Act). Ostatnie roczne sprawozdanie nie może być starsze niż 16 miesięcy od daty prospektu. Na potrzeby Memorandum Informacyjnego emitent musi przedstawić zaudytowane ostatnie roczne sprawozdanie oraz dane porównawcze za poprzedni rok. Ten sam zakres informacji wymagany jest na potrzeby Dokumentu Informacyjnego.	5 Dokumentacja transakcyjna Doradcy transakcyjni wspierają spółkę w przygotowaniu dokumentacji transakcyjnej na potrzeby oferty i wprowadzenia obligacji do obrotu giełdowego. Do kluczowych dokumentów przygotowywanych w trakcie procesu, na bazie których inwestorzy podejmują decyzję inwestycyjną są w szczególności Warunki Emisji Obligacji (WEO), a w przypadku ofert prospektowych również prospekt.
--	---	--	---	---

KONSTRUKCJA KOWENANTÓW I ZABEZPIECZEŃ

Bezpieczeństwo vs. elastyczność



Zabezpieczenia nie są warunkiem koniecznym emisji, jednak ich wprowadzenie wzmacnia wiarygodność emitenta i buduje zaufanie inwestorów, co często przekłada się na większy popyt oraz korzystniejsze warunki plasowania. W niektórych przypadkach mogą być również wymagane przez inwestorów.

NAJCZĘŚCIEJ STOSOWANE FORMY ZABEZPIECZEŃ:

I. Zastaw

- Zastaw cywilny: zabezpieczenia na konkretnym aktywie np. maszynach produkcyjnych.
- Zastaw rejestrowy: zastaw pozostaje w posiadaniu dłużnika i może z niego korzystać w działalności gospodarczej. Można go ustanowić na takich samych rodzajach aktywów jak zastaw cywilny, ale bez przenoszenia ich z majątku emitenta – firma nadal normalnie korzysta z aktywa w działalności.
- Zastaw finansowy: zabezpieczenia na aktywach finansowych np. zastaw na akcjach.

II. Hipoteka

- Zabezpieczenie na nieruchomości (hipoteka jest formalnie wpisywana do księgi wieczystej, co zwiększa bezpieczeństwo inwestora)

III. Poręczenie

- Zobowiązanie poręczyciela do wykonania zobowiązań emitenta

IV. Cesja praw

- Przeniesienie praw z umów, w których emitent jest wierzycielem (umowy najmu, pożyczki, polisy ubezpieczeniowe) na rzecz administratora zabezpieczeń

V. Oświadczenie o poddaniu się egzekucji

- Jednostronne oświadczenie emitenta w formie aktu notarialnego umożliwiające wierzycielom szybsze dochodzenie spłaty bez pełnego procesu sądowego

Efektywne ustanowienie zabezpieczeń dla wielu inwestorów wymaga powołania Administratora Zabezpieczeń, który działa w imieniu wszystkich obligatariuszy. Zabezpieczenia muszą być skuteczne oraz odpowiednio wycenione, a ich ustanowienie musi być zawarte w warunkach emisji.



Celem kowenantów i zabezpieczeń jest zapewnienie ochrony obligatariuszy przy jednoczesnym zachowaniu odpowiedniej elastyczności operacyjnej emitenta. **Zapewniają balans między bezpieczeństwem inwestorów a swobodą działania spółki.**

KOWENANTY TO KLAUZULE UMOWNE W WARUNKACH EMISJI, KTÓRE PEŁNIĄ DWIE KLUCZOWE FUNKCJE:

- **Zapewniają bezpieczeństwo dla inwestorów** (działają jak system wczesnego ostrzegania - jeśli sytuacja finansowa spółki ulegnie pogorszeniu, kowenant zostanie złamany zanim spółka zbankrutuje. Daje to czas na podjęcie odpowiednich działań naprawczych (np. żądanie wcześniejszego wykupu)).
- **Zapewniają wiarygodność dla emitenta** (zamieszczenie kowenantów w warunkach emisji obniża postrzegane ryzyko transakcji, co może sprzyjać pozyskaniu kapitału na korzystniejszych warunkach np. z niższą marżą).

NAJCZĘSTSZE RODZAJE KOWENANTÓW:

I. Kowenanty finansowe – zobowiązanie do utrzymywania wskaźników, najczęściej finansowych, na zdefiniowanym poziomie, np.:

- Dług Finansowy Netto / EBITDA
- Wskaźnik pokrycia odsetek (EBIT / Odsetki)
- Dług Finansowy Netto / Kapitały Własne

II. Opcjonalne kowenanty ograniczające (stanowią element ochronny zabezpieczający przed działaniami skutkującymi rozporządzeniem majątkiem na niekorzyść spółki, czy transferem wartości ekonomicznej poza spółkę), np.:

- Ograniczenia w wypłacie dywidendy
- Zakaz zbywania aktywów na warunkach nierynkowych
- Ograniczenie dotyczące inwestycji i zaciągania zobowiązań

III. Kowenanty informacyjne (zapewniają inwestorom dostęp do informacji o spółce)

- Kwartalne sprawozdania finansowe, raporty dotyczące *stress testów*, informacje o istotnych zdarzeniach (spory sądowe, zmiany w zarządzie)
- Umożliwiają wczesne wykrycie trendów pogarszających kondycję finansową spółki i jej zdolność do terminowego regulowania zobowiązań

IV. Klauzule ochronne

- *Change of control* – ochrona przed zmianami właścicielskimi
- *Cross-Default* – ochrona przed naruszeniem zobowiązań wobec innych wierzycieli

ROLA RATINGU KREDYTOWEGO PRZY EMISJACH OBLIGACJI



Rating kredytowy to niezależna opinia agencji ratingowej na temat zdolności emitenta lub konkretnej emisji obligacji do terminowej obsługi zobowiązań. Stanowi jedno z najważniejszych narzędzi oceny ryzyka kredytowego na rynku długu i pełni **kluczową funkcję zarówno w procesie przygotowania emisji, jak i w kształtowaniu jej warunków finansowych.**

Rating nie jest obowiązkowy przy emisjach krajowych, jednak jego brak może ograniczyć krąg potencjalnych inwestorów. Jednocześnie rating jest pozytywnie odbierany przez inwestorów. Posiadanie ratingu może korzystnie wpłynąć na ocenę ryzyka kredytowego emitenta oraz na finalne parametry emisji obligacji. Agencje rządowe i instytucje finansowe w swoich programach finansowania preferują emisje mające rating.



Skala ratingowa

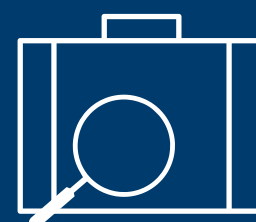
- Rating wyrażany jest w skali od AAA do D i dzieli się na dwie kluczowe kategorie: poziom inwestycyjny (Investment Grade; oceny od AAA do BBB-) oznaczający wysoką wiarygodność, oraz poziom spekulacyjny (High Yield; oceny od BB+ w dół), wiążący się z wyższym ryzykiem. Ocena D oznacza niewypłacalność.



Prawdopodobieństwo niewypłacalności

- Każdy poziom ratingu odpowiada danemu poziomowi ryzyka niewypłacalności (*default probability*)

Dwa podstawowe rodzaje ratingu kredytowego:



Rating emitenta (*Issuer Rating*)

- Ocena ogólnej wiarygodności finansowej podmiotu



Rating emisji (*Issue Rating*)

- Ocena dotycząca konkretnej serii obligacji.
- Uwzględnia m.in. zabezpieczenia, walutę i pozycje w strukturze zadłużenia.



Korzyści wynikające z posiadania ratingu

- Większe zainteresowanie inwestorów instytucjonalnych.
- Lepsza pozycja negocjacyjna i możliwości uzyskania lepszych parametrów emisji obligacji.
- Wzrost wiarygodności wobec uczestników rynku kapitałowego.
- Wyższy rating może wpłynąć na niższy *spread** oraz niższy kupon, co efektywnie przekłada się na niższy koszt kapitału.

**spread* – różnica pomiędzy rentownościami dwóch instrumentów dłużnych

OBLIGACJE O STRUKTURZE SPECJALNEJ ORAZ OBLIGACJE ESG



Poza standardowymi obligacjami korporacyjnymi, emitenci mogą również emitować wyspecjalizowane formy instrumentów dłużnych, które różnią się przeznaczeniem środków oraz wpływem na strukturę kapitałową. Wybór odpowiedniego rodzaju obligacji zależy m.in. od potrzeb finansowych i strategicznych spółki.



Obligacje ESG

- Obligacje, z których środki z emisji wspierają cele środowiskowe, społeczne lub zrównoważonego rozwoju. Wyróżniamy dwie kategorie obligacji ESG:
- **Grupa A (Use-of-Proceeds)**, dla której środki z emisji muszą zostać przeznaczone na konkretny projekt środowiskowy lub społeczny.
- **Grupa B (Sustainability-Linked Bonds)**, w ramach których środki mogą być przeznaczone na cel nie związany stricte z aspektami ESG, ale warunki obligacji zależą od realizacji KPI¹ i SPT² związanych z ESG.

Zalety i wady

- ✓ Korzyści ekonomiczne - możliwość pozyskania atrakcyjniejszych warunków finansowania niż w przypadku zwykłych obligacji, z uwagi na tzw. *greenium*³.
- ✗ W porównaniu do zwykłych obligacji, emisje ESG wymagają szczegółowego raportowania wykorzystania środków i regularnego monitorowania projektów oraz wskaźników ESG.
- ✗ Brak realizacji celów ESG może skutkować negatywną oceną rynku (*greenwashing*).



Obligacje zamienne (Convertible Bonds)

Obligacje, które dają inwestorowi prawo lub obowiązek zamiany obligacji na akcje emitenta będącego najczęściej spółką publiczną (konwersja). Konwersja może mieć charakter (i) opcjonalny – jej realizacja zależy od decyzji inwestora, lub (ii) obowiązkowy – dokonywana jest automatycznie po spełnieniu określonych warunków umownych. Konwersja zależy od notowań cen akcji emitenta w obrocie zorganizowanym.

Zalety i wady

- ✓ Redukcja zadłużenia oraz wzmocnienie kapitału własnego
- ✓ Możliwość udziału w kapitale spółki, potencjalny zysk z akcji
- ✗ Rozwodnienie kapitału
- ✗ Ryzyko spadku wartości akcji



Obligacje podporządkowane

Obligacje, które są spłacane dopiero po wszystkich innych wierzycielach (ale przed akcjonariuszami), w przypadku upadłości. Emitentami obligacji podporządkowanych są zazwyczaj banki (obligacje podporządkowane zaliczane są w poczet funduszy własnych Tier1 lub Tier2) oraz firmy szukające finansowania typu *mezzanine*.

Zalety i wady

- ✓ Nie obciążają tak mocno zdolności kredytowej jak zwykły dług (banki patrzą na nie łagodniej).
- ✓ Po spełnieniu określonych warunków mogą być klasyfikowane przez agencje ratingowe do 50% jako kapitał własny emitenta.
- ✗ Wymagają zaoferowania wyższej marży inwestorom.

¹ KPI - Kluczowe Wskaźniki Efektywności,

² SPT - Cele Zrównoważonego Rozwoju

³ Greenium – premia cenowa, jaką inwestorzy są skłonni zapłacić za zielone obligacje w zamian za korzyści środowiskowe,



DOKUMENTACJA TRANSAKCYJNA

a tryb przeprowadzania oferty

CZYM JEST PROSPEKT?

Wymóg w przypadku wprowadzenia obligacji na RR Catalyst

To oficjalny Dokument Informacyjny sporządzany w związku z ofertą publiczną obligacji oraz dopuszczeniem ich do obrotu na Rynek Regulowany zatwierdzany przez KNF. Niezależnie od wielkości oferty jest to wymóg konieczny w przypadku, gdy emitent chce wprowadzić obligacje na RR Catalyst. Dokument ten zawiera informacje o działalności, strategii, wynikach finansowych spółki oraz szczegółowych warunkach oferowanych obligacji. W oparciu o informacje zamieszczone w prospekcie inwestorzy instytucjonalni oraz indywidualni podejmują świadomą decyzję inwestycyjną. Za wszelkie informacje zawarte w prospekcie odpowiada emitent, a w zakresie określonym przepisami prawa również oferujący.

Główną treść prospektu opracowuje doradca prawny, ściśle współpracując ze spółką, która dostarcza dane merytoryczne dotyczące m.in. działalności operacyjnej. Choć za przygotowanie treści prospektu w głównej mierze odpowiada doradca prawny, w praktyce jest to wspólna praca wszystkich uczestników procesu emisji obligacji. Każdy prospekt jest tworzony indywidualnie.

Rola doradców w procesie przygotowania prospektu



Doradca prawny

Sporządza treść dokumentu przy wsparciu spółki i oferującego oraz odpowiada za zgodność prospektu z przepisami prawa oraz zapytania/uwagi od KNF



Organizator / Oferujący

Zarządza harmonogramem, organizuje spotkania ze wszystkimi stronami zaangażowanymi w przygotowanie prospektu oraz przygotowuje część prospektu dotyczącą warunków oferty



Audytor

Weryfikuje historyczne informacje finansowe zawarte w prospekcie

Zatwierdzenie i publikacja prospektu

Zatwierdzenie prospektu przez KNF jest warunkiem koniecznym do dopuszczenia obligacji na Rynek Regulowany. Praktyka rynkowa sugeruje, że proces zatwierdzania prospektu trwa zazwyczaj od 3 do nawet 6 miesięcy.

Faktyczna długość tego procesu zależy głównie od złożoności historii finansowej emitenta oraz jakości przygotowania prospektu i zawartych w nim informacji.

Zatwierdzony prospekt emisyjny jest publikowany przed rozpoczęciem oferty na stronie emitenta (lub oferującego), a informacja o jego zatwierdzeniu udostępniana jest na stronie KNF.

TREŚĆ PROSPEKTU i WEO

Prospekt jest kompleksowym dokumentem, który w sposób uporządkowany przedstawia kluczowe informacje o spółce oraz ofercie. Wszystkie informacje zawarte w prospekcie emisyjnym umożliwiają inwestorom rzetelną ocenę emitenta oraz charakteru oferowanych obligacji.

Główne elementy prospektu

1. Podsumowanie
2. Czynniki ryzyka
3. Informacje o emitencie
4. Struktura organizacyjna
5. Zarządzanie i ład korporacyjny
6. Akcjonariat spółki
7. Informacje finansowe
8. Przegląd sytuacji operacyjnej i finansowej
9. Otoczenie rynkowe i regulacyjne
10. Warunki oferty
11. Cele emisji
12. Kwestie prawne
13. Informacje dodatkowe
14. Załączniki
 - Statut emitenta
 - Formularz podstawowych i ostatecznych warunków emisji



Warunki Emisji Obligacji (WEO)

Warunki emisji obligacji są kluczowym dokumentem regulującym prawa i obowiązki emitenta oraz obligatariuszy. Pełnią funkcję prawną oraz informacyjną, umożliwiając inwestorowi łatwe odnalezienie istotnych informacji. Dokument wzmacnia zaufanie inwestorów do emitenta i umożliwia prawidłowy przebieg całego procesu emisji obligacji. Podstawowe wymogi dotyczące treści warunków emisji obligacji reguluje Ustawa o Obligacjach*.

Elementy WEO	Charakterystyka
Parametry bazowe	Rodzaj obligacji, dane emitenta, termin emisji, wartość nominalna, maksymalną liczbę obligacji proponowanych do nabycia
Struktura finansowa	Oprocentowanie, terminy płatności, dzień wykupu, zasady amortyzacji
Cel i zabezpieczenia	Szczegółowy cel emisji/przeznaczenie środków z emisji, rodzaj zabezpieczenia lub jego brak
Elementy dodatkowe	Zgromadzenie obligatariuszy, postanowienia charakterystyczne dla szczególnych typów obligacji (np. obligacje zamienne)

*Ustawa z dnia 15.01.2015 r. o obligacjach.

KIEDY NIE MA KONIECZNOŚCI SPORZĄDZENIA PROSPEKTU?

W przypadku wprowadzenia obligacji do obrotu w ASO Catalyst nie ma konieczności sporządzenia i zatwierdzenia prospektu.

W zależności od rodzaju i trybu przeprowadzania oferty wymagane jest natomiast Memorandum Informacyjne lub/i Dokument Informacyjny.



Memorandum Informacyjne

- Oferty publiczne o wartości od 1 do 5 mln EUR zwolnione są z obowiązku sporządzenia i zatwierdzenia przez KNF prospektu, ale wymagają sporządzenia Memorandum Informacyjnego.
- Emitent ma obowiązek poinformować KNF o zamiarze przeprowadzenia oferty publicznej na podstawie Memorandum Informacyjnego nie później niż na 7 dni roboczych przed dniem jego udostępnieniem.
- KNF zastrzega sobie prawo do zgłoszenia uwag do opublikowanego Memorandum Informacyjnego, stąd ważne by okres zapisów na obligacje zaplanować tak, by potencjalne uwagi KNF nie spłynęły po zakończeniu subskrypcji. W takim przypadku zapisy są nieważne. Memorandum ma węższy zakres wymogów niż Prospekt, jednak nadal dostarcza inwestorom kluczowych informacji o ryzyku i kondycji emitenta.
- W zależności od kwalifikacji prawnej oferty oraz rynku, na który wprowadzane są obligacje, emitent może być zobowiązany do sporządzenia także innych dokumentów, np. Dokumentu Informacyjnego.



Dokument Informacyjny

W przypadku ofert publicznych przeprowadzanych na podstawie wyjątków prospektowych zdefiniowanych w Ustawie o Ofercie* nie ma konieczności sporządzania Memorandum Informacyjnego, a jedynie Dokumentu Informacyjnego niezbędnego do wprowadzenia obligacji do notowań.

Wyjątki prospektowe obejmują:

- Ofertę skierowaną do mniej niż 150 osób fizycznych lub prawnych w okresie ostatnich 12 miesięcy (z wyjątkiem inwestorów kwalifikowanych) lub
- Ofertę skierowaną wyłącznie do inwestorów kwalifikowanych tj. instytucji finansowych lub innych osób prawnych, uprawnionych do działania na rynkach finansowych, w tym m.in. domów maklerskich, banków, zagranicznych firm inwestycyjnych, funduszy inwestycyjnych lub towarzystw funduszy inwestycyjnych, funduszy emerytalnych. Może nim być także osoba fizyczna, (jeżeli zostanie w ten sposób zakwalifikowana na podstawie MiFID) lub duże przedsiębiorstwo spełniające określone kryteria finansowe.
- Gdy minimalna wartość zapisu przypadająca na jednego inwestora wynosi co najmniej 100 000 EUR.

*Ustawa z dnia 29.07.2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych.



MARKETING TRANSAKCJI

Credit story i sondowanie rynku

CZYM JEST *CREDIT STORY* I DLACZEGO JEST TAK WAŻNE DLA SUKCESU EMISJI OBLIGACJI?

- Inwestorzy poszukują spółek o przejrzystym modelu biznesowym zarządzanych przez wiarygodny zarząd i koncentrują się przede wszystkim na bezpieczeństwie kapitału. Działalność spółki musi być zrozumiała, a strategia jasno określona i zakomunikowana. W procesie emisji obligacji jednym z najważniejszych elementów przygotowań jest zbudowanie przekonującego przekazu inwestycyjnego, tzw. *credit story*.
- ***Credit story* to spójna narracja, która wyjaśnia dlaczego dług emitenta jest atrakcyjny oraz bezpieczny. Celem jest zachęcenie inwestorów do udziału w emisji obligacji.** Ten zestaw tez inwestycyjnych przedstawia kluczowe z perspektywy inwestorów informacje o modelu biznesowym spółki, stabilności i przewidywalności przepływów pieniężnych, strukturze zadłużenia, źródłach spłaty obligacji, wykorzystaniu pozyskanych środków, relacjach z bankami oraz planach finansowania i refinansowania zobowiązań.
- Przekazanie spójnego *credit story* stanowi podstawę komunikacji emitenta z inwestorami. Tezy powinny wynikać jasno z dokumentacji emisyjnej i na jej podstawie będą wykorzystywane w **prezentacjach inwestorskich**.
- Spójny i przejrzysty *credit story* ma ogromne znaczenie dla sukcesu emisji obligacji.

Pamiętaj, że jasno opisany model biznesowy oraz spójna narracja mają kluczowe znaczenie dla zainteresowania inwestorów. Warto unikać zbyt ogólnego i przeładowanego informacjami przekazu, niespójnych treści oraz niejasnego celu emisji obligacji.

KLUCZOWE ELEMENTY CREDIT STORY

1

Charakterystyka działalności spółki

- Jasny i zrozumiały opis działalności operacyjnej spółki i modelu biznesowego
- Pozycja rynkowa i skala działalności
- Wskazanie głównych źródeł przychodów, ich dywersyfikacja oraz stabilność
- Określenie unikalnych cech działalności spółki na tle konkurencji



2

Rynek prowadzonej działalności spółki

- Opisanie rynku, na którym funkcjonuje spółka oraz uwzględnienie jego potencjału
- Przedstawienie kluczowych trendów i czynników wzrostu wpływających na perspektywę branży
- Uwypuklenie przewag konkurencyjnych spółki działającej na danym rynku



3

Historia finansowa i zdolność obsługi długu

- Analiza historycznych wyników finansowych i przepływów operacyjnych
- Stabilność i jakość generowanych przepływów pieniężnych (źródła *cash flow*, ich ewentualna cykliczność, historyczne poziomy EBITDA i wskaźnik konwersji EBITDA na gotówkę)
- Opis kluczowych wskaźników zadłużenia i płynności (np. ND / EBITDA¹, DSCR²)
- Analiza wrażliwości spółki na negatywne scenariusze (*stress test*)
- Historia kredytowa, terminowość obsługi długu, wcześniejsze emisje



4

Struktura finansowania

- Opisanie aktualnej struktury zadłużenia (poziom wykorzystania dźwigni finansowej, historyczne poziomy zadłużenia, historyczna zgodność z kowenantami)
- Wskazanie precyzyjnie zdefiniowanych celów emisji lub przeznaczenia środków z emisji i głównych źródeł spłaty obligacji
- Wpływ emisji obligacji na profil zadłużenia i ryzyko obsługi zadłużenia
- Planowane zabezpieczenia i ochrona obligatariuszy



5

Kompetencje osobowe

- Przedstawienie kluczowych osób w spółce wraz z ich doświadczeniem
- Zaangażowanie kluczowych osób w proces emisji obligacji
- Uwzględnienie relacji z innymi wierzycielami
- Stabilność akcjonariatu
- Zaangażowanie kluczowych osób w emisję obligacji





Roadshow na rynku obligacji to seria spotkań emitenta z inwestorami poprzedzająca emisję. Jej celem jest przedstawienie spółki, omówienie wstępnych warunków emisji oraz zebranie opinii inwestorów. W *roadshow* uczestniczy emitent, organizator emisji (oferujący), potencjalni inwestorzy, a czasem także doradcy prawni, biznesowi i dział IR. Przy kolejnych emisjach większy nacisk jest kładziony na ostatnie wyniki i bieżące wydarzenia (*market update*). **Praktyką rynkową jest organizowanie *roadshow* tuż po publikacji wyników finansowych emitenta oraz bezpośrednio przed otwarciem księgi popytu.** Jeżeli spotkania z inwestorami nie poprzedzają emisji to mówimy o tzw. ***non-deal roadshow***.

Prezentacja inwestorska

Kluczowym dokumentem na potrzeby *roadshow* jest prezentacja inwestorska, która podsumowuje *credit story* emitenta, dane finansowe oraz najważniejsze warunki emisji obligacji.

Spotkania z inwestorami

Roadshow obejmuje spotkania grupowe *online* oraz przeważnie także serię spotkań indywidualnych. Emitent omawia swoją działalność, wyniki finansowe, strategię, warunki emisji oraz harmonogram emisji, a inwestorzy mają możliwość zadawania szczegółowych pytań. Spotkania trwają zwykle do 90 minut.

Zbieranie feedbacku i finalizacja warunków emisji

W trakcie i bezpośrednio po zakończeniu *roadshow* oferujący zbiera od inwestorów *feedback*, w szczególności dotyczący oczekiwanej marży oraz potencjalnej wartości zapisu (*ticket*). Na tej podstawie oferujący rekomenduje emitentowi ostateczną wielkość serii, tenor oraz docelową marżę lub kupon (z uwzględnieniem wniosków inwestorów i finalizacji warunków emisji obligacji – WEO), po czym emitent podejmuje decyzję o uruchomieniu procesu budowy księgi popytu. Następnie oferujący wysyła zaproszenia do składania deklaracji nabycia, a inwestorzy w ramach *book-buildingu* składają zapisy, zwykle wskazując minimalną akceptowalną marżę (lub cenę) oraz maksymalną wartość zapisu, co pozwala zamknąć księgę popytu i przejść do decyzji o wstępnej alokacji obligacji. Następnie inwestorzy otrzymują od oferujących propozycje nabycia i odsyłają formularze przyjęcia.

Kampania i dystrybucja do inwestorów detalicznych

- Na potrzeby marketingu oferty kierowanej do inwestorów detalicznych (związanej z wymogiem sporządzenia i zatwierdzenia prospektu), spotkania dla inwestorów indywidualnych organizowane są w formule spotkań grupowych, otwartych webinarów z Zarządem lub chatów inwestorskich. Komunikacja wspierana jest również poprzez wywiady w mediach finansowych.
- W przeciwieństwie do inwestorów instytucjonalnych, inwestor detaliczny nie ma możliwości negocjowania marży - przystępuje do oferty na warunkach (kupon, cena) ustalonych i opublikowanych przez emitenta w Ostatecznych Warunkach Emisji przed rozpoczęciem zapisów.
- Sprzedaż odbywa się poprzez sieć Punktów Obsługi Klienta (POK) biur maklerskich oraz kanały online. To domy maklerskie odpowiadają za dotarcie do bazy klientów indywidualnych.
- Inwestorzy składają zapisy w określonym terminie (zapisy trwają przeważnie 2 tygodnie). Jeśli popyt przewyższy podaż, świadczy to pozytywnie o zainteresowaniu ofertą. Przydział następuje z zastosowaniem mechanizmu proporcjonalnej redukcji zapisów. Im wyższy poziom redukcji, tym oferta była bardziej nadsubskrybowana, co oznacza zwielokrotniony popyt ponad podaż oferowanych papierów i duże zainteresowanie ofertą.

GŁÓWNE ŹRÓDŁO POPYTU NA RYNKU OBLIGACJI KORPORACYJNYCH



Na polskim rynku obligacji uczestniczy wiele grup inwestorów, jednak najbardziej aktywną grupę stanowią inwestorzy instytucjonalni, tacy jak fundusze TFI oraz OFE, które łącznie odpowiadają za większość popytu. Istotnym elementem struktury popytu są także banki, towarzystwa ubezpieczeń oraz inwestorzy detaliczni.

Polscy inwestorzy instytucjonalni				Inwestorzy zagraniczni	Inwestorzy detaliczni
Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych (TFI)	Otwarte Fundusze Emerytalne (OFE)	Towarzystwa ubezpieczeń	Banki komercyjne i banki rozwoju	Zagraniczni inwestorzy instytucjonalni	Inwestorzy detaliczni
- Generują istotną część popytu - Inwestycje w stabilnych emitentów oraz segment <i>mid-cap</i> - Aktywnie poszukują wyższych rentowności - Analizują relatywną wartość (<i>spread vs benchmark</i>) - Duży nacisk na płynność emisji - Kluczowa rola w procesie ustalania ceny w budowie księgi popytu	- Inwestycje w obligacje o wysokim ratingu i płynności - Inwestycje z długoterminowym horyzontem - Analizują relatywną wartość (<i>spread vs benchmark</i>) - Duży nacisk na płynność emisji	- Instytucje o długim horyzoncie inwestycyjnym - Konserwatywne podejście do zarządzania aktywami - Obligacje o stałym dochodzie i wysokiej jakości kredytowej (<i>Investment Grade</i>) - Inwestycje w papiery dopasowane terminowo do struktury ich zobowiązań - Mniejsza elastyczność zakupowa niż fundusze - Stabilny, długoterminowy popyt - Inwestycje również w emisje ESG	- Preferują obligacje o wysokim ratingu, ze względu na wymogi regulacyjne oraz ryzyko kredytowe - Rola banków rozwoju jako inwestorów kotwiczących (<i>anchor investors</i>) - Wpływ na wzrost wiarygodności transakcji i atrakcyjności emisji dla rynku	- Preferują duże emisje w EUR emitowane w ramach programów opartych o międzynarodowe standardy - Zwykle oczekują ratingu emitenta i samej emisji	- Dominują w publicznych ofertach prospektowych - Kierowanie się atrakcyjnością kuponu i reputacją emitenta - Porównywanie oferty do lokat i detalicznych obligacji skarbowych - Ograniczenie: brak możliwości udziału w ofertach obligacji kapitałowych¹ oraz emisjach organizowanych wyłącznie przez banki - Inwestorzy detaliczni najczęściej nabywają obligacje dopiero na rynku wtórnym (poprzez arkusz zleceń)

¹Instrumenty dłużne, które mają cechy zbliżone do kapitału własnego, np. bardzo długi termin zapadalności lub jego brak, możliwość odroczenia płatności odsetek oraz niższy priorytet zaspokojenia w razie upadłości.

USTALENIE WSTĘPNEJ INDYKACJI MARŻY

Initial Price Talk



IPT – Wstępna Indykacja Marży (*Initial Price Talk*)

- IPT to orientacyjny, zaakceptowany przez emitenta przedział marży, który dealer komunikuje inwestorom przed rozpoczęciem budowy księgi popytu.
- Nie jest to oferta, lecz sygnał rynkowy, który przedstawia oczekiwania emitenta.
- IPT jest najczęściej publikowane razem z zaproszeniem do składania deklaracji lub przy oficjalnym otwarciu księgi popytu.
- Odpowiednie ustawienie widełek IPT jest kluczowe dla powodzenia emisji. Zbyt wąski przedział może wiązać się z ryzykiem braku pokrycia księgi, a zbyt szerokie widełki oznaczają droższe finansowanie i sugeruje słabość emitenta.
- Podczas napływu zapisów IPT może być zawężany, jednak pierwotny przedział powinien zahaczać o oczekiwania dużych inwestorów kotwiczących.



Wstępna marża obligacji

- Pierwszy szacunek marży ustala dealer na podstawie notowań istniejących serii danego emitenta lub (w przypadku debiutu) obligacji porównywalnych spółek o podobnym profilu ryzyka i działalności.
- Punktem odniesienia jest także krzywa rentowności obligacji skarbowych, która pełni rolę stopy wolnej od ryzyka (*risk-free rate*).
- Dokładniejsza indykacja marży powstaje na podstawie feedbacku inwestorów po *roadshow*.
- Na polskim rynku, zdominowanym przez obligacje zmiennokuponowe, przedmiotem licytacji jest zazwyczaj marża ponad WIBOR/POLSTR, przy stałej cenie emisyjnej (zwykle równej nominałowi).



PROCES BUDOWY KSIĘGI POPYTU I USTALANIA CENY



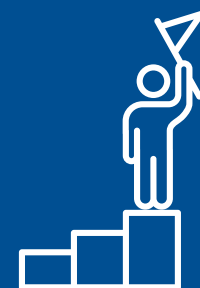
Budowa księgi popytu (*book-building*) w emisjach obligacji korporacyjnych to proces, podczas którego inwestorzy instytucjonalni (a czasem także *High Net Worth Individuals*) składają oferującemu deklaracje nabycia, określając maksymalną liczbę oraz minimalną marżę obligacji, po której są skłonni kupić papier wartościowy. Zebrane deklaracje tworzą tzw. księgę popytu, która odzwierciedla realne zainteresowanie inwestorów emisją.

Organizator emisji (bank lub dom maklerski) analizuje strukturę zgłoszonego popytu i na tej podstawie proponuje emitentowi ostateczne warunki emisji – w szczególności wartość emisji oraz poziom oprocentowania, przy którym popyt zostaje w pełni uplasowany, czyli księga popytu całkowicie pokryta. Cena ta będzie ceną emisyjną, po której zostaną one sprzedawane. Proces book-buildingu pozwala na rynkowe ustalenie warunków emisji, zwiększając prawdopodobieństwo pełnego uplasowania obligacji oraz dopasowanie parametrów długu do oczekiwań inwestorów.



Otwarcie Księgi Popytu

Dealer wysyła inwestorom zaproszenie do składania deklaracji, wraz z podsumowaniem warunków emisji oraz projektem WEO. Budowa księgi popytu trwa 1-2 dni, a proces od zaproszeń do ustalenia warunków emisji trwa 7-10 dni.



Zbieranie Deklaracji Nabycia

Inwestorzy składają zapisy, określając liczbę i maksymalną akceptowalną marżę (lub cenę). Każda deklaracja trafia do księgi popytu, a dealer na bieżąco aktualizuje księgę.



Guidance i Aktualizacje

W trakcie napływu kolejnych zapisów lub aktualizacji już złożonych *bidów* oferujący może wysyłać do rynku kolejne komunikaty np. o zawężeniu widełek marży, pokryciu księgi popytu lub aktualnym poziomie nadsubskrypcji, a także o zbliżającym się terminie zamknięcia księgi popytu. Komunikaty (w szczególności sygnał o wczesnym pokryciu księgi lub zawężeniu widełek) mają działać mobilizująco na inwestorów, co może wpływać na ich decyzje o aktualizacji *bidów* skutkując zacieśnieniem marży, i ustaleniu jej na atrakcyjniejszym dla emitenta poziomie.



Zamknięcie Księgi Popytu

Dealer przedstawia emitentowi pełne zestawienie zapisów wraz z rekomendacją marży emisyjnej, wartości emisji i alokacji dla konkretnych inwestorów. Następnie emitent podejmuje uchwałę emisyjną i zatwierdza ostateczne warunki emisji, w tym brakujące wcześniej parametry (wartość emisji oraz marża lub cena). Następnie, spółki których instrumenty są notowane, publikują raport MAR z kluczowymi parametrami emisji.

WSTĘPNA ALOKACJA I PRZYDZIAŁ

Budowanie stabilnej bazy obligatariuszy

Po zamknięciu księgi popytu emitent przechodzi do kluczowego etapu: wstępnej alokacji, czyli decyzji o tym, jak podzielić oferowaną pulę obligacji pomiędzy inwestorów na podstawie zapisów złożonych w procesie *book-buildingu*. To moment, w którym kształtuje się finalna struktura przyszłych obligatariuszy. Odpowiednio przeprowadzona alokacja buduje długoterminową bazę inwestorów.

Wstępna alokacja

- Deklaracje inwestorów są sortowane w kolejności od najniższej marży wraz ze skumulowaną wartością zapisów. Alokacja może być dokonywana według maksymalizacji wartości emisji (tym samym akceptując wyższy poziom marży) lub minimalizacji marży (ale licząc się z mniejszą wartością pozyskanych środków z emisji).
- Gdy popyt przy danej marży (lub cenie) przekracza liczbę oferowanych obligacji, konieczna jest redukcja zapisów.
- Prawidłowa alokacja powinna być dokonywana zgodnie z polityką alokacji danego oferującego przedłożoną emitentowi przed rozpoczęciem procesu oferowania oraz może preferować inwestorów, którzy najbardziej przyczynili się do sukcesu emisji.
- Ostateczną decyzję o wstępnej alokacji każdorazowo podejmuje emitent, po rekomendacji dealera, który zatwierdza ostateczne warunki emisji, w tym wartość emisji, marżę lub cenę. Skutkiem tej decyzji jest wstępny przydział obligacji.
- Deklaracje nabycia złożone w procesie *book-buildingu* mają zazwyczaj charakter wiążący.

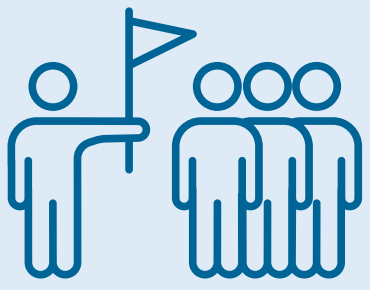
Czynniki, które powinno się brać pod uwagę dokonując alokacji:

- minimalną wysokość zadeklarowanej marży (ceny) w *bookbuildingu*: im niższa, tym wyższa alokacja,
- wielkość zapisu: im wyższy deklarowany zapis, tym wyższy poziom alokacji,
- czas złożenia zapisu: im wcześniej zadeklarowany popyt powinien, tym bardziej być premiowany,
- dodatkowe zaangażowanie inwestora: wartościowy *feedback* po *roadshow*.

Istotnym aspektem alokacji jest także poziom rozproszenia inwestorów obejmujących obligacje oferowane w ramach emisji. Odpowiedni poziom rozproszenia, w szczególności wśród inwestorów detalicznych może pozytywnie wpływać na płynność obligacji na rynku wtórnym.

KLUCZOWE RODZAJE RYZYKA ZWIĄZANE Z EMISJĄ OBLIGACJI CZYLI NA CO ZWRÓCIĆ UWAGĘ PRZY EMISJI DŁUGU?



Ryzyko niedostatecznego popytu inwestorów W zależności od warunków rynkowych może pojawić się konieczność: • podniesienia kuponu, • skrócenia zapadalności, • wprowadzenia zabezpieczeń, a nawet rezygnacji z emisji. Ryzyko to jest szczególnie istotne przy pierwszych emisjach oraz w okresach podwyższonej zmienności rynkowej. 	Ryzyko zmiany sytuacji finansowej emitenta i niewypłacalności • Możliwość obniżenia zdolności emitenta do obsługi kuponów i wykupu obligacji. • Spadek wiarygodności może skutkować obniżeniem rynkowej wyceny obligacji na rynku wtórnym. • Pogorszenie sytuacji finansowej zwiększa ryzyko naruszenia kowenantów. 	Ryzyka regulacyjne i prawne Emitent ponosi odpowiedzialność za zgodność treści dokumentacji i składanych oświadczeń ze stanem faktycznym. Nieprawidłowości mogą skutkować: • sankcjami administracyjnymi (KNF, GPW), • odpowiedzialnością cywilną wobec inwestorów, • w skrajnych przypadkach – odpowiedzialnością karną za wprowadzenie inwestorów w błąd. 	Ryzyko stopy procentowej • W przypadku obligacji o zmiennym oprocentowaniu, emitent ponosi ryzyko negatywnej zmiany stóp procentowych, które skutkować mogą koniecznością wypłaty wyższych płatności kuponowych na rzecz inwestorów. • W przypadku obligacji o stałym oprocentowaniu, jeżeli stopy procentowe spadają, emitent ponosi ryzyko, że zadeklarowane płatności odsetkowe będą wyższe niż gdyby wyemitował obligacje o zmiennym oprocentowaniu. 	Ryzyko walutowe (w przypadku emisji denominowanych w walucie innej niż PLN) • Przychody z emisji oraz płatności kuponowe w walucie obcej są narażone na wahania kursowe. • Niewłaściwe zabezpieczenie pozycji może prowadzić do strat z tytułu różnic kursowych. • Wahania kursu mogą zwiększać koszt obsługi długu. 
---	--	--	--	--



ROZLICZENIE, DOPUSZCZENIE I DEBIUT NA CATALYST

Finalizacja transakcji

WYMOGI DOPUSZCZENIOWE DO OBROTU NA CATALYST

OSTATNIA PROSTA PRZED NOTOWANIEM OBLIGACJI



ETAP 1

Rejestracja KDPW

Obligacje mogą zostać zarejestrowane w KDPW za pośrednictwem agenta emisji lub bezpośrednio przez emitenta w przypadku obligacji, co do których emitent zamierza ubiegać się o wprowadzenie do ASO w dniu emisji.



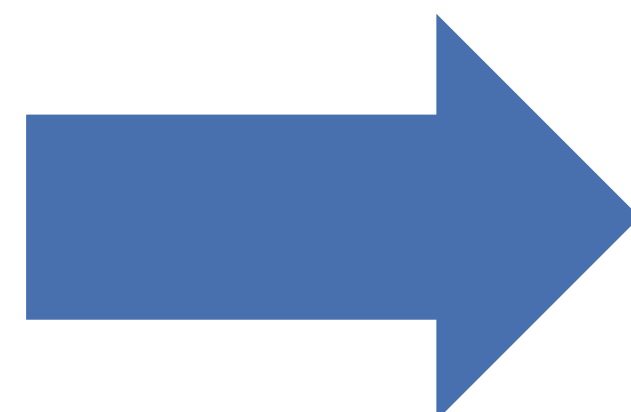
Nadanie kodu ISIN

Każda seria obligacji otrzymuje unikalny, międzynarodowy kod identyfikacyjny, który pozwala inwestorom na jednoznacznie rozpoznać dany papier wartościowy.



Bezpieczne rozliczenie emisji DVP (*Delivery vs Payment*)

W przypadku emisji rejestrowanej w KDPW za pośrednictwem agenta emisji, środki pozyskane z emisji wypłacane są emitentowi przez agenta emisji lub dealera. W przypadku rejestracji obligacji bezpośrednio w KDPW w dniu emisji następuje operacja wymiany: dostawa za płatność. System KDPW gwarantuje, że obligacje zostaną zapisane na rachunkach inwestorów w tym samym momencie, w którym gotówka zostanie przekazana emitentowi.



ETAP 2

Dopuszczenie obligacji na CATALYST



Wniosek o Wprowadzenie / Dopuszczenie

- Wprowadzenie na rynek regulowany wymaga sporządzenia i zatwierdzenia przez KNF prospektu.
- Wprowadzenie na rynek ASO wymaga sporządzenia Dokumentu Informacyjnego.
- Decyzję o wprowadzeniu obligacji do notowań podejmuje Zarząd Giełdy.



Wniosek o Wyznaczenie Pierwszego Dnia Notowań

DEBIUT NA CALYST

Debiut giełdowy to **moment rozpoczęcia ich notowań na rynku Catalyst.** Pierwszy dzień notowań stanowi faktyczne wprowadzenie obligacji do obrotu giełdowego.



Rozpoczęcie notowań obligacji

W wyznaczonym dniu obligacje emitenta pojawiają się w systemie notowań GPW Catalyst. Od tego momentu inwestorzy mogą swobodnie kupować i sprzedawać obligacje na rynku wtórnym. Debiutowi często towarzyszy uroczysta ceremonia debiutu na Sali Notowań GPW oraz obecność mediów.



Komunikacja po debiucie

Emitent publikuje komunikat o wprowadzeniu obligacji do obrotu oraz rozpoczyna bieżącą komunikację z rynkiem. Od momentu debiutu spółka realizuje obowiązki informacyjne oraz utrzymuje regularną komunikację z inwestorami i dba o transparentność w okresie życia obligacji. Spółka realizuje obowiązki informacyjne wynikające m.in. z Rozporządzenia MAR, przepisów wydanych na podstawie ustawy o ofercie publicznej, a także regulacji ASO.





POST-LISTING

Dalsza obsługa długu

OTWARCIE NOWEGO ROZDZIAŁU JAKO SPÓŁKA NOTOWANA NA CATALYST

Strategia komunikacyjna i zarządzanie relacjami z obligatariuszami



Strategia transparentnej komunikacji z rynkiem

Debiut na Catalyst otwiera przed spółką nowy rozdział związany z funkcjonowaniem w reżimie publicznym. **Od tego momentu spółka jest zobowiązana do transparentnej komunikacji z rynkiem** (obligatariuszami oraz innymi interesariuszami spółki). To również czas na wdrożenie strategii utrzymania odpowiedniego standardu relacji inwestorskich. Jeżeli środki pozyskane z emisji zostały przeznaczone na określone cele, spółka powinna sukcesywnie informować inwestorów o realizacji tzw. *milestones* (kluczowych etapów projektów). Realizacja obietnic wzmacnia zaufanie rynku i potwierdza wiarygodność emitenta w oczach inwestorów.

Relacje z obligatariuszami to jeden z kluczowych elementów zarządzania komunikacją po emisji obligacji. Emitent powinien zapewnić przejrzystość i dostęp do informacji, a także stworzyć warunki dla obligatariuszy do podejmowania decyzji w sprawach dotyczących obligacji, w tym ewentualnych zmian warunków emisji.



Część obowiązków ustawowych wymaga opublikowania określonych informacji na stronie internetowej emitenta, w związku z czym emitent musi posiadać taką stronę i zapewnić jej dostępność dla obligatariuszy.

Komunikacja będzie odbywać się zarówno poprzez publikację komunikatów i raportów, jak i poprzez organizację zgromadzeń obligatariuszy (opcja, decyzja emitenta), w ramach których podejmowane są decyzje np. ws. zmian warunków emisji. Warto pamiętać, że warunki emisji mogą przewidywać dodatkowe obowiązki po stronie emitenta w zakresie jego komunikacji z obligatariuszami.

Wszystkie raporty bieżące i okresowe będą przekazywane za pośrednictwem systemów elektronicznych, przy czym sposób ich publikacji uzależniony jest od rynku, na którym notowane są obligacje. W przypadku RR raporty publikowane są poprzez Elektroniczny System Przekazywania Informacji (ESPI), administrowany przez KNF, natomiast na ASO Catalyst wykorzystywany jest Portal Sprawozdawczy GPW Data. Niezależnie od rynku notowań, informacje poufne w rozumieniu Rozporządzenia MAR publikowane są każdorazowo za pośrednictwem systemu ESPI.



Utrzymanie wysokich standardów *corporate governance*, rzetelna i regularna komunikacja z rynkiem oraz konsekwentna realizacja deklaracji składanych na etapie emisji obligacji są kluczowe dla budowy wiarygodności emitenta na rynku długu. Przejrzystość działań oraz dotrzymywanie zobowiązań finansowych i operacyjnych bezpośrednio wpływają na postrzeganie ryzyka kredytowego i koszt finansowania spółki.

Emitenci, którzy konsekwentnie realizują swoją strategię oraz informują inwestorów o wykorzystaniu środków z emisji i osiąganiu kolejnych kamieni milowych, mogą liczyć na stabilny popyt w przypadku kolejnych serii obligacji oraz poprawę warunków przyszłych emisji (niższa marża, dłuższy termin zapadalności). Wysokie standardy *corporate governance* sprzyjają także utrzymaniu płynności notowań obligacji na rynku wtórnym.

OBOWIĄZKI INFORMACYJNE I REGULACYJNE

Raporty bieżące i okresowe, MAR

Od momentu dopuszczenia do obrotu spółka wchodzi w reżim publiczny, co wiąże się z koniecznością przestrzegania obowiązków informacyjnych. Zakres i sposób realizacji tych obowiązków jest regulowany przez przepisy prawa krajowego oraz unijnego rozporządzenia nr 596/2014 ws. nadużyć na rynku (tzw. Market Abuse Regulation - Rozporządzenie MAR), a także regulacje GPW, co ma kluczowe znaczenie dla zapewnienia transparentności i ochrony interesów inwestorów.

Raporty bieżące i okresowe

Niezależnie od rynku notowań emitent zobowiązany jest do publikacji zaudytowanych raportów rocznych i półrocznych. W przypadku notowania na RP dodatkowo wymagana jest publikacja sprawozdań kwartalnych.

Emitent jest również zobowiązany do informowania o istotnych zdarzeniach mogących mieć wpływ na zdolność spłaty zobowiązań z tytułu obligacji i przekazywania takich informacji w formie raportów bieżących.

Raportowanie wynikające z Rozporządzenia MAR

Emitent ma obowiązek niezwłocznego ujawnienia informacji go dotyczących w sposób umożliwiający szybki dostęp oraz pełną, prawidłową i terminową ocenę informacji przez opinię publiczną. Celem jest zapewnienie równego dostępu do informacji dla wszystkich uczestników rynku oraz zapobieganie nadużyciom rynkowym. Rozporządzenie MAR dopuszcza również możliwość opóźnienia publikacji informacji poufnej pod określonymi warunkami.

Okresy zamknięte (*closed periods*)

W okresie zamkniętym osoby pełniące obowiązki zarządcze nie mogą dokonywać żadnych transakcji na akcjach lub instrumentach dłużnych emitenta w określonych okresach przed publikacją raportów okresowych (okres zamknięty trwa 30 dni kalendarzowych przed publikacją wyników).

Prognozy zobowiązań finansowych

Emitenci obligacji mają obowiązek publikować coroczną prognozę swoich zobowiązań finansowych, aż do pełnego wykupu obligacji. Dotyczy to również emitentów obligacji nienotowanych. Prognoza publikowana jest na stronie internetowej emitenta i powinna wskazywać m.in.: szacunkową wartość zobowiązań oraz przewidywaną strukturę finansowania. W każdym, rocznym sprawozdaniu finansowym emitent powinien objaśniać odchylenia między prognozą a rzeczywistymi poziomami zobowiązań.

Kowenanty i ich bieżące monitorowanie

W przypadku, jeśli takie zobowiązanie zostało przewidziane w WEO, emitent ma obowiązek regularnie weryfikować wskaźniki finansowe zgodnie z postanowieniami WEO. Celem tych testów jest bieżące monitorowanie poziomu ryzyka kredytowego i potwierdzenie, że sytuacja finansowa emitenta pozostaje zgodna z ustalonymi limitami. Dobrą praktyką rynkową jest publikowanie tzw. **certyfikatu zgodności** podpisanego przez zarząd, który potwierdza spełnianie kowenantów i jest przekazywany wraz z raportem okresowym. Naruszenie kowenantu stanowi informację poufną, dlatego wymaga niezwłocznej publikacji raportu bieżącego ESPI.



Nieprzestrzeganie regulacji dotyczących przekazywania informacji bieżących i okresowych wpływa na relacje emitenta z inwestorami oraz jego transparentność i wiarygodność. Dodatkowo, wiąże się również z sankcjami określonymi w przepisach prawa i w regulacjach GPW, i może skutkować w skrajnych przypadkach wykluczeniem obligacji z obrotu.

Emitenci, którzy konsekwentnie realizują swoją strategię oraz informują inwestorów o wykorzystaniu środków z emisji i osiągnięciu kolejnych kamieni milowych, mogą liczyć na stabilny popyt na kolejne serie obligacji oraz poprawę warunków przyszłych emisji (niższa marża, dłuższy termin zapadalności). Wysokie standardy *corporate governance* sprzyjają także utrzymaniu płynności notowań obligacji na rynku wtórnym.



Zastrzeżenie prawne

Materiał ma charakter wyłącznie informacyjny i edukacyjny. Nie stanowi w szczególności oferty, rekomendacji inwestycyjnej ani porady finansowej, prawnej czy podatkowej w rozumieniu obowiązujących przepisów prawa, w tym ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi.

Materiał nie stanowi zaproszenia do nabycia papierów wartościowych ani podstawy do podejmowania decyzji inwestycyjnych.

Publikacja została przygotowana z zachowaniem najwyższej staranności oraz z wykorzystaniem kwalifikacji, wiedzy i doświadczenia jej twórców. Informacje zawarte w niniejszym Handbooku są aktualne na dzień publikowania. Tezy i opinie przedstawione w publikacji mają charakter subiektywnych poglądów autorów i nie stanowią oficjalnego stanowiska ani interpretacji GPW lub podmiotów z nią powiązanych. W związku z powyższym GPW nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystanie w praktyce porad, rekomendacji lub rozwiązań opisanych w publikacji ani za decyzje podjęte na ich podstawie. Informacje zawarte w materiale mają charakter ogólny i mogą ulec zmianie.