

Błażej Lepczyński, Piotr Pisarewicz

Uniwersytet Gdański

e-mails: blazej.lepczynski@gmail.com; piotr.pisarewicz@wp.pl

**OCHRONA PRAW OBLIGATARIUSZY PRZED
NARUSZENIAMI I NADUŻYCIAMI EMITENTÓW
NA PRZYKŁADZIE OBLIGACJI SPÓŁKI GETBACK SA
PROTECTION OF BONDHOLDERS RIGHTS AGAINST
FRAUD OF ISSUERS ON THE EXAMPLE
OF THE GETBACK COMPANY**

DOI: 10.15611/pn.2018.531.28

JEL Classification: G23, G24, G28, G33

Streszczenie: Podstawowym ryzykiem dla inwestorów na rynku obligacji jest zawsze niebezpieczeństwo zawieszenia płatności i niewypłacalność emitenta. Tego typu sytuacje występują na rynkach obligacji korporacyjnych z różnym nasileniem. Pojawienie się spektakularnego problemu z obsługą płatności przez podmiot emitujący obligacje na dużą skalę skłania do przyjrzenia się systemowi ochrony obligatariuszy przed naruszeniami i nadużyciami emitentów i wczesnego ostrzegania przed problemami z obsługą obligacji. Celem podjętych badań było przedstawienie najważniejszych elementów formalnoprawnych i rynkowych chroniących obligatariuszy przed nadużyciami emitentów obligacji oraz identyfikacja słabości w tym zakresie na przykładzie spółki GetBack SA. Przyjęto hipotezę, że obecny system ochrony obligatariuszy bywa zawodny i w niedostatecznym stopniu chroni interesy obligatariuszy. Z przeprowadzonych badań wynika, że reakcja instytucji nadzorczej w przypadku badanej spółki najprawdopodobniej była spóźniona, a wpisane w warunkach emisji kowenanty finansowe stwarzały pozory ochrony. Badanie potwierdziło również zawodność agencji ratingowych, które zbyt późno dokonały zmiany ratingu badanej spółki.

Słowa kluczowe: ochrona praw obligatariuszy, obligacje, *default* (zaprzestanie płatności).

Summary: The basic risk in the corporate bond market is the risk of default and bankruptcy of an issuer. Such situations occur on corporate demand markets with varying degrees of severity. The main aim of the paper was to present the most important legal and market elements protecting bondholders against abuse of issuers of bonds and identification of weaknesses in this protection on the example of GetBack. The hypothesis is that the current system of protection of bondholders against the abuse of issuers is unreliable and insufficiently protects the interests of bondholders. The research shows that the reaction of the supervisory institution in the case of the audited company was overdue and covenants included in the terms of the issue created a semblance of protection. The research shows also the failure of credit rating agencies that changed the rating too late.

Keywords: protection of bondholders rights, bonds, default (cessation of payments).

1. Wstęp

Stabilizacja stopy referencyjnej na poziomie 1,5% w marcu 2015 r. [NBP 2018] spowodowała obniżenie atrakcyjności klasycznych metod oszczędzania. Banki oferowały depozyty po coraz niższych stawkach, które okazały się dla wielu klientów nieatrakcyjne. To z kolei zwiększyło atrakcyjność alternatywnych metod oszczędzania, a w szczególności inwestycji na rynku kapitałowym. W tym zakresie szczególną rolę odgrywały fundusze inwestycyjne, ale coraz częściej klienci dokonywali także zakupów papierów wartościowych na własny rachunek. Jednym z instrumentów, który zyskał w ostatnich latach szczególną popularność, były obligacje emitowane przez Skarb Państwa, a także przedsiębiorstwa. Obligacja co do zasady wydaje się być prostym instrumentem finansowym o statusie papieru wartościowego, którego emitent staje się dłużnikiem nabywcy, a zarazem właściciela obligacji – obligatariusza [Ustawa z 15 stycznia 2015, art. 4]. Emitent z kolei zobowiązuje się do spełnienia określonego świadczenia w zakresie płatności odsetkowych i wykupu obligacji [Jajuga 2009, s. 6]. Prostota lokowania w obligacje jest niestety w praktyce złudna, ponieważ niektóre z nich mają bardzo skomplikowaną konstrukcję, zasady oprocentowania, emisji, zabezpieczenia oraz złożone ryzyka [Mamcarz 2015, s. 1-4]. Jest to niekiedy dla klientów detalicznych bardzo trudne do zrozumienia.

Wiarygodność niektórych obligacji zwiększa fakt notowania emitentów na Giełdzie Papierów Wartościowych. Do pewnego momentu było to samym w sobie gwarantem ich wypłacalności i bezpieczeństwa. Niestety, po 2011 roku rozpoczęła się seria naruszeń warunków emisji (defaultów) obligacji korporacyjnych, zwłaszcza w spółkach z branży budowlanej. *Default* bądź *event of default* to określenie zdarzenia skutkującego prawem obligatariuszy do żądania natychmiastowego przedterminowego wykupu (np. ogłoszenie upadłości, przekroczenie określonego poziomu zadłużenia, poziomu określonych wskaźników finansowych itp.) [Puzyrewicz 2011, s. 30].

Nie wzbudziło to jednak wśród klientów i dystrybutorów szerszej refleksji i emisje innych spółek trafiały w kolejnych latach na rynek. Przyciągały do nich zwłaszcza wysokie oprocentowanie i zabezpieczenia, które niekiedy (jak np. w przypadku obligacji Gant Development SA w 2014 r.) okazywały się iluzoryczne. Należy także mieć na względzie rolę, którą w łańcuchu transakcyjnym odgrywali i odgrywają nadal dystrybutorzy, często hojnie wynagradzani przez emitentów. Dla niektórych domów maklerskich, które ze swojej klasycznej działalności pośrednictwa w obrocie papierami wartościowymi nie były w stanie pokryć kosztów własnych, emisje obligacji stały się istotnym źródłem dochodu.

W okresie 12 miesięcy, zakończonych w marcu 2018 r., notowane na Catalyst spółki nie wykupiły obligacji o wartości 197 mln zł, co stanowiło 2,1% zapadającego w tym czasie zadłużenia. Skumulowana 12-miesięczna wartość defaultów to dotychczas najwyższy poziom na Catalyst [Sadrak 2018]. Złożone mechanizmy rynku kapitałowego, bezpieczeństwo obrotu i ochrona klientów (jako nabywców papierów

wartościowych) skupiły się jak w soczewce w przypadku niewykupienia obligacji przez spółkę GetBack SA. W przypadku tej spółki zmaterializowało się ryzyko niedotrzymania warunków obligacji (ryzyko kredytowe) polegające na braku płatności emitenta z tytułu odsetek i/lub wartości nominalnej [Jajuga 2009, s. 7].

Stało się to inspiracją dla autorów niniejszego artykułu, którzy podjęli problem badawczy z obszaru ochrony praw obligatariuszy. Celem badań było przeprowadzenie krytycznej oceny formalnoprawnych i rynkowych mechanizmów chroniących obligatariuszy. W ramach badania aspektów formalnoprawnych dokonano przeglądu ustaw pod kątem ochrony praw obligatariuszy oraz oceny podejmowanych przez Komisję Nadzoru Finansowego działań w zakresie ochrony obligatariuszy przed naruszeniami i nadużyciami emitentów. Oceniając mechanizmy rynkowe, skoncentrowaliśmy się na zbadaniu roli kowenantów oraz ratingu agencji ratingowych.

W badaniu przyjęto hipotezę, że mechanizmy formalnoprawne i rynkowe charakteryzują się relatywnie niską skutecznością w zakresie ochrony praw obligatariuszy.

Badanie aspektów formalnoprawnych oparto na metodzie analizy regulacji prawnych. Całe badanie opierało się na studium przypadku spółki GetBack. W ten sposób oceniono rolę kowenantów i agencji ratingowych w ochronie interesów inwestorów. W przypadku oceny roli agencji ratingowych dokonaliśmy analizy opóźnień w zmianach ocen ratingowych w stosunku do zmian w sytuacji rynkowej badanej spółki.

Artykuł składa się z czterech części poświęconych kolejno: charakterystyce spółki GetBack i jej problemów z wypłacalnością, formalnoprawnym aspektem związanym z ochroną obligatariuszy oraz rynkowym instrumentom ochrony inwestorów.

Podjęto tym samym próbę odpowiedzi na pytanie, czy obecny system należy chroni prawa obligatariuszy (zwłaszcza inwestorów nieprofesjonalnych) przed naruszeniami ze strony emitentów.

2. Naruszenia zasad emisji obligacji oraz charakterystyka spółki GetBack SA

W tym fragmencie artykułu zostaną przedstawione chronologicznie kluczowe zdania dotyczące obligacji analizowanej spółki, a także naświetlony kontekst dotyczący jej historii powstania oraz zasad finansowania. Sprawa związana z obligacjami GetBack SA stała się głośna, gdy 16.04.2018 r. o g 7:17 spółka opublikowała raport bieżący o pozytywnym rezultacie rozmów z PKO BP oraz Polskim Funduszem Rozwoju (PFR) w sprawie finansowania do wartości 250 mln zł [Raport bieżący ESPI nr 39/2018]. Niepełną godzinę później (ok. godz. 8:11) PFR poinformował, że nie prowadził i nie prowadzi żadnych negocjacji ze spółką. Równie szybko, bo ok. godz. 8:37, PKO BP stanowczo zaprzeczył podobnym doniesieniom. Dzień

później spółka opublikowała komunikat z oświadczeniem byłego już wtedy prezesa GetBack, w którym podtrzymał on twierdzenie, że rozmowy z PKO BP oraz PFR miały miejsce [Raport bieżący ESPI nr 44/2018]. Po trzech godzinach od przekazania do publicznej wiadomości raportu nr 39/2018 spółka podjęła próby złożenia formalnych wniosków o finansowanie do PFR oraz PKO BP, co samo w sobie trudno uznać za prowadzenie negocjacji [Komunikat KNF z dnia 24.04.2018, s. 3]. Powyższe fakty spowodowały, iż tego samego dnia (17.04.2018 r.) KNF podjął natychmiastową decyzję o zawieszeniu notowań wszystkich instrumentów finansowych spółki, kierując ją do GPW SA oraz BondSpot SA. Zawieszenie miało trwać warunkowo do dnia opublikowania raportu finansowego za 2017 r. [Komunikat KNF ws. zawieszenia, 2018]. Obok działań KNF sam Premier Rządu RP polecił podjąć działania operacyjne, a CBA rozpoczęło czynności na polecenie prokuratury i zabezpieczono dokumenty spółki [*Tak GetBack próbował osaczyć premiera...* 2018].

Dnia 20.04.2018 r. UKNF złożył zawiadomienie do Prokuratury Krajowej o uzasadnionym podejrzeniu popełnienia przestępstwa z art. 100 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej oraz z art. 183 ust. 1 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi w związku z przekazaniem do publicznej wiadomości przez osoby reprezentujące GetBack raportu nr 39/2018. Tego samego dnia Przewodniczący KNF wydał postanowienie o wszczęciu postępowania administracyjnego w przedmiocie nałożenia na spółkę kary administracyjnej, na podstawie art. 96 ust. 1e albo 1f ustawy o ofercie publicznej, w związku z podejrzeniem naruszenia art. 56 ustawy o ofercie publicznej. Ponadto UKNF wystąpił do spółki o podjęcie odpowiednich działań w zakresie dofinansowania i prowadzenia działań mających na celu poprawę jej sytuacji [Komunikat KNF z dnia 24.04.2018 r., s. 5]. Istotne dla sprawy było otwarcie przez Sąd Rejonowy we Wrocławiu przyspieszonego postępowania układowego w ramach procesu wszczęcia restrukturyzacji na podstawie ustawy – Prawo restrukturyzacyjne [Raport bieżący ESPI nr 64/2018].

Na dzień przygotowania niniejszego artykułu były to najważniejsze informacje dla oceny sytuacji bieżącej spółki. Niemniej jednak należy zaznaczyć, iż w momencie wydania tekstu w formie drukowanej pojawią się już nowe fakty rzucające dodatkowe światło na zaistniałą sytuację. Z tego względu wskazano poniżej kilka kluczowych informacji nt. samej spółki, jej historii i powodów, dla których cieszyła się tak dużym zaufaniem inwestorów. Spółkę GetBack utworzono w 2012 r. i do połowy czerwca 2016 r. należała do Grupy Getin Holding SA. Następnie 100% akcji nabyła spółka Emest Investments sp. z o.o. z Warszawy (od 07.2016 r. DNLD sp. z o.o. – spółka celowa powiązana z Abris Capital Partners). Po transgranicznych przekształceniach własnościowych w czerwcu 2017 r. spółka DNLD Holdings B.V. stała się właścicielem 100% akcji GetBack [Komunikat KNF z dnia 24.04.2018 r., s. 1].

Model biznesowy Grupy GetBack SA koncentrował się głównie na zarządzaniu wierzytelnościami poprzez zarządzanie portfelami inwestycyjnymi zawierającymi wierzytelności własnych i zewnętrznych funduszy inwestycyjnych zamkniętych.

Spółka nabywała portfele wierzytelności, działając głównie na rachunek funduszy inwestycyjnych zamkniętych. Przychody Grupy zależały w dużej mierze od uzyskanych odzysków, z których większość pochodziła z portfeli zbytych przez banki (74% odzysków). Istotny udział w odzyskach ogółem miały także odzyski zrealizowane w ramach dochodzenia wierzytelności pozyskanych od podmiotów z rynku telekomunikacyjnego (np. telefonia komórkowa, Internet, telewizja cyfrowa – 17% odzysków Grupy). Grupa prowadziła dwa segmenty działalności: segment własnych funduszy inwestycyjnych zamkniętych i segment zewnętrznych funduszy inwestycyjnych zamkniętych [Prospekt emisyjny akcji... 2017, s. 160-161; Prospekt emisyjny obligacji... 2017]. W opinii KNF model biznesowy spółki cechował się wysoką agresywnością w zakresie pozyskiwania wierzytelności i pozyskiwania finansowania. W III kw. 2017 r. aż 81% aktywów przedsiębiorstwa było sfinansowanych długiem [Komunikat KNF z dnia 24.04.2018 r., s. 2].

W lipcu 2017 r. dokonano IPO o wartości 740 mln zł, z czego inwestorzy instytucjonalni nabyli 92% akcji. Pierwsze notowanie odbyło się w dniu 17 lipca 2017 r., a kapitalizacja spółki w dniu debiutu wyniosła ok. 1,85 mld zł. Sprawozdania finansowe GetBack za lata 2014-2016 w opinii biegłych rewidentów przedstawiały rzetelnie i jasno wszystkie informacje istotne dla oceny sytuacji majątkowej i finansowej. Dodatkowo spółka pozyskiwała środki z emisji obligacji. Część pozyskano w drodze oferty publicznej, gdy w marcu 2017 r. ogłoszono Program Emisji Obligacji o wartości do 300 mln zł. Bazując na prospekcie zatwierdzonym przez KNF, spółka przeprowadziła 6 ofert publicznych na łączną kwotę 256 mln zł, a obligacje wprowadzono do obrotu na rynku regulowanym GPW. Najbardziej istotne było jednak to, iż spółka wyemitowała obligacje o znacznie większym nominale na rynku niepublicznym [Jóźwik 2018]. Od początku 2017 r. wyemitowano obligacje o wartości 2,6 mld zł. Większość z nich sprzedano poprzez bankowe sieci dystrybucyjne i domy maklerskie inwestorom instytucjonalnym oraz klientom bankowości prywatnej. Ich posiadaczami były 9242 podmioty, z czego 9064 to osoby fizyczne, a 178 instytucje finansowe. Część obligacji spoza oferty publicznej wprowadzono do alternatywnych systemów obrotu GPW, BondSpot. Łącznie na rynku Catalyst notowanych było 27 serii obligacji o nominale ponad 519 mln zł [Komunikat KNF z dnia 24.04.2018 r., s. 4].

Powyższe informacje, fakt notowań akcji spółki na GPW oraz zatwierdzenie przez KNF dokumentów emisyjnych obligacji spowodowały, iż spółka cieszyła się zaufaniem inwestorów. Historia zweryfikowała niestety te oczekiwania, co będzie miało prawdopodobnie poważne konsekwencje zarówno dla samych obligatariuszy, jak i całego rynku kapitałowego.

3. Wybrane formalnoprawne aspekty ochrony praw obligatariuszy i praktyka nadzoru nad rynkiem finansowym

Podstawową ochronę inwestorów na rynku obligacji zapewniają zapisy ustawy o obligacjach z 2015 r. Omawiając elementy w ustawie chroniące inwestorów, należałoby rozpocząć od art. 5 i 6 opisujących warunki emisji obligacji. Warunki emisji zgodnie z art. 5 określają „świadczenia wynikające z obligacji, sposób ich realizacji oraz związane z nimi prawa i obowiązki emitenta i obligatariuszy” [Ustawa z 15 stycznia 2015]. W myśl art. 6 zawierają one m.in. rodzaj obligacji, charakterystykę świadczeń emitenta, informację dotyczącą zabezpieczeń. Artykuł 7 stanowi natomiast, że do zmiany warunków emisji co do zasady wymagana jest uchwała obligatariuszy i zgoda emitenta. Możliwości jednostronnej zmiany warunków emisji przez emitenta są bardzo ograniczone, co ma niebagatelne znaczenie z punktu widzenia ochrony inwestorów.

W kontekście ochrony obligatariuszy niezwykle ważne są również zapisy dotyczące tzw. zgromadzenia obligatariuszy. To rozwiązanie prawne pojawiło się wraz z nową ustawą o obligacjach. Zgodnie z art. 46 „zgromadzenie obligatariuszy stanowi reprezentację ogółu obligatariuszy (...)” [Ustawa z 15 stycznia 2015].

Choć omawiane zgromadzenie nie ma obowiązkowego charakteru, to jednak jeśli zostanie wprowadzone, znacząco wzmacnia pozycję obligatariuszy poprzez wpływ na zmianę warunków emisji (zob. art. 7 ustawy o obligacjach). Oczywiście jak zauważa A. Rycerski, „zmiana warunków emisji wymaga (...) konsensusu stron (...)” [Rycerski 2017, s. 107]. W przypadku GetBack zgromadzenia obligatariuszy doprowadziły m.in. w przypadku niektórych emisji obligacji tej spółki do ustanowienia dodatkowych zabezpieczeń, co wzmacniało pozycję inwestorów.

Kolejnym rozwiązaniem prawnym służącym ochronie obligatariuszy opisanym w ustawie o obligacjach jest instytucja banku-reprezentanta. Emitent obligacji zgodnie z art. 78.1 „przed rozpoczęciem emisji obligacji może zawrzeć z bankiem krajowym lub instytucją kredytową umowę o reprezentację obligatariuszy wobec emitenta (...)” [Ustawa z 15 stycznia 2015]. Podstawowym zadaniem tej umowy jest ochrona interesów obligatariuszy m.in. poprzez dokonywanie analiz sytuacji finansowej, a w przypadku pojawienia się problemów po stronie emitenta poinformowanie o tym obligatariuszy. Naruszenie warunków emisji skutkuje zgodnie z art. 84 ustawy tym, że bank-reprezentant jest zobligowany do wdrożenia konkretnych środków chroniących obligatariuszy. Zgodnie z zapisami w art. 82.2 ochrona może obejmować szerokie spektrum działań, począwszy od zwiększenia zabezpieczeń obligacji, aż po wniosek o upadłość spółki emitującej obligacje.

Obszary pośrednio dotyczące ochrony obligatariuszy rozumianych jako klientów instytucji finansowych znajdują się we fragmentach ustawy o nadzorze, opisujących zadania KNF. Zaliczyć należy do nich w szczególności: podejmowanie działań służących prawidłowemu funkcjonowaniu i rozwojowi rynku finansowego i jego konkurencyjności. Na uwagę zasługuje art. 4 ust. 1 ustawy o nadzorze ob-

ligujący KNF do podejmowania działań edukacyjnych i informacyjnych w zakresie funkcjonowania rynku finansowego, zagrożeń oraz podmiotów w celu ochrony uzasadnionych interesów uczestników rynku finansowego. Elementem pośrednio chroniącym obligatariuszy może być także stwarzanie możliwości polubownego i pojednawczego rozstrzygnięcia sporów między uczestnikami rynku finansowego. Jednym z nich jest polubowne rozstrzygnięcie sporów wynikających ze stosunków umownych między podmiotami podlegającymi nadzorowi KNF a odbiorcami usług świadczonych przez te podmioty.

Istotnym przejawem w zakresie ochrony klientów instytucji finansowych jest wpisywanie podmiotów na listę ostrzeżeń publicznych na podstawie art. 6b ust. 1 ustawy o nadzorze. Listę otwiera 76 zawiadomień o podejrzeniu popełnienia przestępstwa z art. 171 ust. 1-3 ustawy – Prawo bankowe [Lista ostrzeżeń 2018]. Z badanego obszaru bardzo dużą grupę stanowiły podejrzenia o popełnieniu przestępstwa w związku z prowadzeniem działalności maklerskiej bez zezwolenia wydawanego przez KNF. Badana spółka nie znalazła się na liście ostrzeżeń. Spółka nie złamała bowiem przepisów dotyczących emisji publicznych.

Kolejnym narzędziem ochrony klientów (w tym obligatariuszy) oraz pozostałych uczestników rynku kapitałowego jest możliwość nakładania kar pieniężnych na instytucje finansowe. KNF korzystała z tej możliwości wielokrotnie, wskazując zarówno na uchybienia emitentów papierów wartościowych, jak i instytucji finansowych. KNF wymierzył do maja 2018 r. następujące kary:

- 332 kary z tytułu naruszeń ustawy o ofercie publicznej,
- 87 kar z tytułu naruszeń ustawy o obrocie instrumentami finansowymi,
- 37 kar z tytułu naruszeń ustawy o funduszach inwestycyjnych [Wykaz kar... 2018].

Powyższe przykłady pokazują, że nieprawidłowości na rynku obligacji korporacyjnych pojawiały się już na rynku publicznym w przeszłości. KNF reagował na nie bardzo zdecydowanie, co należy ocenić pozytywnie. Jednak w przypadku spółki GetBack nie pojawiły się kary.

W świetle przedstawionych wyżej prawnych aspektów ochrony obligatariuszy spółka GetBack emitowała obligacje w ramach oferty publicznej mające zabezpieczenia w postaci zgromadzenia obligatariuszy i w ramach zatwierdzonych przez KNF prospektów emisyjnych. Trzeba jednak zauważyć, że spółka GetBack emitowała również na szeroką skalę obligacje w ofertach niepublicznych, unikając w ten sposób ingerencji KNF w proces emisji. Jest to na pewno rozwiązanie tańsze i stosunkowo proste, ale stwarzające istotne ryzyko, zwłaszcza dla mniej doświadczonych inwestorów.

4. Rynkowe mechanizmy chroniące obligatariuszy

W ramach emisji obligacji klasyczne zabezpieczenia rzeczowe i osobiste nie są tak często wykorzystywane jak w przypadku kredytów, np. tylko jedna piąta obligacji

spółki GetBack posiadała zabezpieczenie [Rudke 2018]. W takiej sytuacji istotną rolę w ograniczaniu ryzyka i łagodzenia konfliktów interesów pomiędzy akcjonariuszami i obligatariuszami powinny pełnić kowenanty.

Najprościej kowenanty można zdefiniować jako dodatkowe warunki zabezpieczające interesy obligatariuszy, które są wpisywane przez emitentów do warunków emisji. Do kowenantów zobowiązują się więc niejako sami emitenci. W ten sposób tworzą narzędzie ochrony interesów wierzycieli (obligatariuszy), jednocześnie podnosząc atrakcyjność emisji. Trzeba jednak podkreślić, że kosztem wpisania kowenantów do warunków emisji jest ograniczenie elastyczności funkcjonowania przedsiębiorstwa, co może mieć negatywny wpływ na jego wartość.

Obok funkcji ochronnej kowenanty pełnią również funkcję monitorującą i ostrzegającą przed ewentualnym kryzysem w przedsiębiorstwie. Ich rola sprowadza się bowiem także do wcześniejszego ostrzeżenia inwestorów przed możliwym zaprzestaniem płatności z tytułu zaciągniętego długu. W tym sensie kowenanty stanowią narzędzie wczesnego ostrzegania przed niewypłacalnością emitentów obligacji. W świetle teorii zarządzania ryzykiem kowenanty są bowiem narzędziem służącym do minimalizowania ryzyka związanego z niewypłacalnością emitenta dłużnych papierów wartościowych.

W literaturze ekonomicznej podkreśla się, że głównym powodem ustanawiania kowenantów jest ograniczenie konfliktów interesów pomiędzy akcjonariuszami a obligatariuszami [Bazzana, Broccardo 2009, s. 2]. W relacjach między nimi może bowiem dojść do nieautoryzowanej dystrybucji przepływów pieniężnych poprzez likwidację aktywów i wypłatę dywidendy, rozwodnienia roszczeń poprzez emisję długu przez spółkę o wyższym priorytecie w stosunku do dotychczasowego długu, przeinwestowania lub niedoinwestowania [Bradley, Roberts 2015, s. 5]. Wskazane problemy ograniczane są przez kowenanty finansowe i prawne, które możemy podzielić na wskaźnikowe (narzucające konieczność przestrzegania określonych poziomów wskaźników finansowych), limitujące wydatki i zobowiązania finansowe oraz obligujące lub zakazujące podejmowania określonych działań [Niedziółka 2014, s. 137]. Dlatego w literaturze kowenanty definiuje się jako „klauzule, które zobowiązują firmę do podejmowania lub niepodejmowania określonych działań do czasu wykupu wyemitowanych obligacji” [Brycz, Pauka 2017, s. 173].

W warunkach emisji polskich obligacji korporacyjnych stosuje się różnorodne kowenanty. Stosunkowo często spotykamy kowenanty dotyczące możliwości obsługi długu przez emitenta obligacji (wskaźniki określające możliwość pokrywania odsetek). Jednak z polskich badań wynika, że znaczenie kowenantów finansowych na rynku Catalyst jest ograniczone [Brycz i in. 2015, s. 79].

Spółka GetBack stosowała w emisjach publicznych klasyczne kowenanty wskaźnikowe, definiowane jako relacja zadłużenia netto do zysku EBITDA oraz relacja zadłużenia netto do kapitałów własnych [Prospekt 2017, s. 33]. W przypadku badanej spółki nie odnotowano naruszenia kowenantów. Trzeba jednak zaznaczyć, że poziom kowenantów oceniany jest w ramach raportów półrocznych oraz rocznych.

Warto zwrócić również uwagę na specyficzny rodzaj kowenantu stosowany przez GetBack, określany mianem *cross-default*. Daje on obligatariuszom możliwość żądania wykupu obligacji w przypadku naruszenia przez emitenta innych zobowiązań. Ten kowenant może okazać się bardzo niebezpieczny dla spółki z uwagi na wiele wyemitowanych serii obligacji. Żądanie wykupu przez znaczną grupę obligatariuszy może stać się czynnikiem pogłębiającym problemy spółki.

Ważnym narzędziem ochrony inwestorów na rynku obligacji korporacyjnych są również ratingi sporządzane przez agencje ratingowe. W przypadku obligacji stanowią one podstawowy mechanizm oceny wiarygodności finansowej emitentów obligacji i ograniczania asymetrii informacyjnej. Poprzez monitoring sytuacji emitentów i ewentualne zmiany nadanego emitentowi i emisjom ratingu agencje ratingowe pełnią rolę instytucji ostrzegających przed ewentualnym bankructwem.

Na polskim rynku obligacji korporacyjnych agencje ratingowe odgrywają niewielką rolę. Nieliczne spółki posiadają rating wiarygodności kredytowej. Są to głównie duże podmioty emitujące również obligacje na rynkach międzynarodowych. GetBack pozytywnie jednak wyróżniał się na tle rynku i należał do grupy emitentów posiadających rating od agencji ratingowej. Spółkę oceniły międzynarodowe agencje ratingowe Fitch i Standard&Poor's oraz lokalny podmiot EuroRating. Warto prześledzić oceny nadane spółce przez wymienione agencje oraz daty, kiedy następowały zmiany ocen ratingowych. Pierwszą ocenę agencja EuroRating nadała spółce w dniu 20 stycznia 2017 roku. GetBack oceniono wówczas na poziomie BB z perspektywą stabilną. W świetle stosowanej przez EuroRating skali ocen ratingowych ocena BB oznaczała, że podmiot posiadał zdolność do obsługi długu, choć ten poziom oceny wskazywał również na podwyższone ryzyko kredytowe. Z kolei stabilna perspektywa ratingu oznaczała, że „według obecnych ocen agencji ratingowej EuroRating nadany spółce rating w horyzoncie kolejnych 12 miesięcy najprawdopodobniej nie powinien ulec zmianie” [GetBack... 2017, s. 1]. Agencja ratingowa obniżyła spółce rating do poziomu B+ dopiero 18 kwietnia 2018 r., a dwa dni później do poziomu CCC, stwierdzając częściową niewypłacalność. Stało się to jednak już po pojawieniu się informacji o problemach spółki.

Międzynarodowa agencja ratingowa Fitch nadała rating spółce GetBack w styczniu 2018 r. Spółkę oceniono na poziomie B+ z perspektywą stabilną. Ocena B+ oznaczała, że obligacje mają mocno spekulacyjny charakter, ale trzeba pamiętać, że przyznana ocena została nadana w skali międzynarodowej, a na niej polskie spółki są oceniane relatywnie nisko. Zmiana ratingu nastąpiła dopiero w momencie pojawienia się informacji o kłopotach spółki. Nadając rating, agencja Fitch wskazywała w informacji prasowej na atuty spółki (m.in. na silny model biznesowy oraz na umiejętną kontrolę ryzyka). Warto dodać, że ocena nadana GetBack była porównywalna pod względem poziomu do ocen największych europejskich firm windykacyjnych [GetBack... 2018].

Kolejną agencją, która nadała rating badanej spółce, była międzynarodowa agencja Standard&Poor's. Początkowo spółka uzyskiwała od tej agencji ocenę na po-

ziomie B z perspektywą stabilną, która w lutym 2018 r., czyli na dwa miesiące przed wystąpieniem problemów, została zmieniona na pozytywną. Tak jak w przypadku wcześniej wskazanych agencji, obniżenie oceny nastąpiło już po ujawnieniu problemów z wypłacalnością badanej spółki.

Przykład ratingu spółki GetBack potwierdza znany od lat problem z nieadekwatnością ocen ratingowych w relacji do sytuacji spółki i braku szybkiej reakcji agencji ratingowych na pogarszającą się sytuację spółek, czego znamionnym przykładem w przeszłości były zmiany ocen nadane spółce Enron.

Przykład spółki GetBack jest kolejnym dowodem, że agencje ratingowe w ograniczonym stopniu chronią inwestorów przed ryzykiem bankructwa, ponieważ z reguły spóźniają się z obniżaniem ocen ratingowych.

5. Zakończenie

Rynek obligacji korporacyjnych stał się w ostatnich kilku latach ważnym źródłem pozyskiwania kapitału przez polskie przedsiębiorstwa. Niskie oprocentowanie lokat bankowych skłoniło również klientów indywidualnych do inwestowania na tym rynku. Przypadek zawieszenia płatności przez spółkę GetBack i bardzo prawdopodobne straty licznej grupy inwestorów indywidualnych są bardzo niebezpieczne z punktu widzenia przyszłości rynku obligacji w Polsce. Warunkiem koniecznym zrównoważonego rozwoju rynku obligacji jest bowiem zaufanie inwestorów. Niewypłacalność GetBack może podważyć zaufanie inwestorów do tego rynku, a to z kolei doprowadzić do istotnego spowolnienia jego rozwoju.

Symptomów przyszłych problemów spółki można było poszukiwać w zbyt szybkim jej wzroście. Niepokój uczestników rynku i instytucji nadzorczej powinien wzbudzić ogromny przyrost skali emitowanych obligacji, który nastąpił w krótkim okresie i miał charakter niepubliczny.

W ramach badań ocenie podlegały formalnoprawne i rynkowe mechanizmy ochrony inwestorów. Pomimo dysponowania przez UKNF narzędziami ostrzegawczymi tego typu działania nie zostały w przypadku badanej spółki podjęte. Zawiodły również rynkowe mechanizmy ochrony obligatariuszy. Agencje ratingowe obniżyły rating, kiedy wszyscy uczestnicy rynku wiedzieli już, że spółka ma problemy z obsługą obligacji.

Podsumowując omawiane kwestie, należy stwierdzić, iż system ochrony obligatariuszy wymaga wzmocnienia. W opinii autorów jednymi z bardziej istotnych elementów wymagających udoskonalenia są systemy monitorowania wypłacalności i wczesnego ostrzegania oraz kanały dystrybucji obligacji korporacyjnych. Autorzy żywią nadzieję, iż powyższe wnioski staną się przyczynkiem do pogłębionej analizy poruszonego tematu, co będzie skutkowało podjęciem praktycznych prac regulacyjnych.

Literatura

- Bazzana F., Broccardo E., 2009, *The Role of Covenants in Public and Private Debt*, <https://ssrn.com/abstract=1496352>.
- Bradley M., Roberts M., 2015, *The Structure and Pricing of Corporate Debt Covenants*, *Quarterly Journal of Finance*, Vol. 5, No. 2.
- Brycz B., Pauka M., 2017, *Ograniczenia transferów do właścicieli w kowenantach obligacji notowanych na rynku Catalyst*, *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia* nr 2, Szczecin.
- Brycz B., Pauka M., Śmieja N., 2015, *Structure and restrictiveness of financial covenants in bond contracts on Catalyst*, *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego* nr 862, *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia* nr 75, Szczecin.
- GetBack dostał B+ od Fitch Ratings*, www.obligacje.pl, 26 stycznia 2018.
- GetBack S.A. – pełny raport ratingowy*, 2017, Agencja ratingowa EuroRating.
- Jajuga K., 2009, *Obligacje i akcje*, Komisja Nadzoru Finansowego, CEDUR, Warszawa.
- Jóźwik T., 2018, *GBK: Tak spektakularne upadki nie zdarzają się często. GetBack przewrócił się w ciągu kilku tygodni*, *Dziennik Gazeta Prawna*, Warszawa, na podstawie: http://biznes.interia.pl/gieldy/news/tak-spektakularne-upadki-nie-zdarzaja-sie-czesto-getback,2567158,1844?utm_source=paste&utm_medium=paste&utm_campaign=firefox, (dostęp: 2018.05.08).
- Komunikat KNF w sprawie spółki GetBack SA z dnia 24.04.2018 r.*, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa.
- Mamcarz H., 2015, *Obligacje o zmiennym oprocentowaniu. Struktura i funkcjonowanie instrumentu*, *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Lublin – Polonia*, VOL. XLIX, 1 Sectio H.
- Niedziółka P., 2014, *Zastosowanie kowenantów w bankowości korporacyjnej*, *Zeszyty Naukowe, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie*, 10(934).
- Narodowy Bank Polski, 2018, *Podstawowe stopy procentowe NBP w latach 1998-2015*, Warszawa.
- Prospekt emisyjny akcji Getback S.A. zatwierdzony decyzją KNF dnia 16.06.2017 r., 2017, Getback SA, Wrocław.
- Prospekt emisyjny obligacji Getback S.A. zatwierdzony decyzją KNF dnia 09.03.2017 r., 2017, Getback SA, Wrocław.
- Puzyrewicz T., 2011, *Obligacje na rynku Catalyst*, Wydawnictwo Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA, Warszawa.
- Raport bieżący ESPI nr 39/2018 – *Informacja dotycząca istotnego finansowania*, 16.04.2018, GetBack SA, Wrocław.
- Raport bieżący ESPI nr 44/2018 – *Informacja dotycząca istotnego finansowania*, 17.04.2018, GetBack SA, Wrocław.
- Raport bieżący ESPI nr 64/2018 – *Otwarcie przyspieszonego postępowania układowego*, 10.05.2018, GetBack SA, Wrocław.
- Rudke M., 2018, *GetBack pod lupą prokuratury. Afera uderzy w drobnych inwestorów?*, *Rzeczpospolita* z 21.04.2018 r.
- Rycerski A., 2017, *Charakter prawny uchwał zgromadzenia obligatariuszy*, *Krytyka Prawa*, t. 9, nr 2.
- Sadrak M., 2018, *197 mln zł z obligacji firm poszło na straty*, *Obligacje.pl*, <https://www.analizy.pl/fundusze/wiadomosci/23647/197-mln-zl-z-obligacji-firm-poszlo-na-straty.html>, data dostępu (dostęp: 09.05.2018).
- Tak GetBack próbował osaczyć premiera Morawieckiego. Działania na granicy prowokacji*, 2018, *Interia Biznes*, 08.05.2018, http://biznes.interia.pl/gieldy/news/tak-getback-probowal-osaczyc-premiera-wieckgo,2567362,1844?utm_source=paste&utm_medium=paste&utm_campaign=firefox (dostęp: 08.05.2018).
- Ustawa z dnia 12 czerwca 2015 r. o zmianie ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym oraz niektórych innych ustaw, *Dz.U. z 2015 r. poz. 1260*.

Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach, Dz.U. z 2015 r. poz. 238.

Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym, Dz.U. z 2016 r. poz. 174, 615, 888, 996, 1823.

Wykaz kar nałożonych przez Komisję Nadzoru Finansowego, 2018, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa (dostęp: 05.05.2018).