



INWESTYCJE W OBLIGACJE NIE ZAWSZE BEZPIECZNE

Do Rzecznika Finansowego skarżą się osoby, które straciły pieniądze zainwestowane w obligacje korporacyjne. Problem dotyka nie tylko wytrwanych inwestorów szukających okazji, ale też osób starszych. Dlatego eksperci Rzecznika opracowali analizę opisującą m.in. ryzyka związane z tego typu inwestycją.

Do Rzecznika Finansowego trafiają zapytania telefoniczne, mailowe oraz wnioski o oficjalną interwencję w sporach dotyczących produktów inwestycyjnych opartych na obligacjach korporacyjnych lub bezpośredniej inwestycji w takie instrumenty. Zgłaszające się osoby czują się wprowadzone w błąd w zakresie rodzaju i cech danej inwestycji, a także w zakresie stopnia ryzyka jakie się z tym wiązało. Możliwości działania Rzecznika Finansowego zależą od rodzaju inwestycji.

- Możemy interweniować, jeśli jest to inwestycja „opakowana” w fundusz inwestycyjny czy produkt strukturyzowany oferowany przez ubezpieczyciela, bank czy bezpośrednio TFI. W przypadku „ekskluzywnych” ofert, skierowanych do wąskiego grona inwestorów bezpośrednio przez emitenta obligacji, możliwości RF są ograniczone. Zwykle emitent obligacji korporacyjnych nie będzie podmiotem rynku finansowego, więc nie podlega podlegającym reżimowi ustawy o rozpatrywaniu reklamacji przez podmioty rynku finansowego i o Rzeczniku Finansowym. – zwraca uwagę Agnieszka Wachnicka, Dyrektor Wydziału Klienta Rynku Bankowo-Kapitałowego w Biurze Rzecznika Finansowego

Obligacja obligacji nie równa

Problem dotyka nierzadko osób starszych, którym proponuje się np. „konwersję” dotychczasowej tradycyjnej lokaty. Wyższe zyski ma przynosić np. inwestycja w fundusze inwestycyjne, lokujące m.in. w obligacje korporacyjne. Starsze osoby słysząc „obligacja” mają w pamięci obligacje Skarbu Państwa, które były i są uznawane jako jeden z najbezpieczniejszych rodzajów inwestycji. Tymczasem inwestują w obligacje korporacyjne, które nie dają pełnej gwarancji braku straty kapitału.

- Podmiot oferujący zaangażowanie kapitału w fundusze inwestycyjne czy obligacje korporacyjne, powinien przeprowadzić tzw. „test odpowiedniości”. Może to pozwolić niejednemu inwestorowi uniknąć pochopnej i nietrafnej decyzji inwestycyjnej. Klientów



zachęcamy do samodzielnego wypełnienia takiego dokumentu. W przypadku ewentualnego sporu, test adekwatności może pozwolić na weryfikację, czy zaoferowany klientowi produkt rzeczywiście odpowiadał jego potrzebom i uwzględnił jego wiedzę na temat tego produktu – mówi Agnieszka Wachnicka.

Ryzykowna okazja

Inwestycja w obligacje może mieć nie tylko charakter pośredni np. poprzez inwestycję w fundusz inwestycyjny lub poprzez nabycie produktu strukturyzowanego, ale również bezpośredni, tj. poprzez nabycie obligacji w ramach emisji pierwotnej lub na rynku wtórnym. To oferty kierowane już bezpośrednio do osób szukających okazji inwestycyjnych, często w ramach „ekskluzywnych” emisji dostępnych dla wybranych inwestorów.

- W przypadku bezpośredniej inwestycji w obligacje korporacyjne kluczowa powinna być ocena sytuacji finansowej przedsiębiorstwa emitującego obligacje oraz kwestia, czy i w jaki sposób zostały one zabezpieczone. Inwestor ponosi bowiem ryzyko niewypłacania lub opóźniania się w wypłacie przez emitenta odsetek lub niewykupienia obligacji. Mimo iż za zobowiązania wynikające z obligacji emitent odpowiada całym majątkiem, w przypadku upadłości przedsiębiorcy nabywca obligacji może ponieść straty, dlatego tak ważne jest wcześniejsze zabezpieczenie ewentualnych roszczeń wynikających z obligacji – mówi Bartosz Wyżykowski, Radca Prawny, Zastępca Dyrektora Wydziału Klienta Rynku Bankowo-Kapitałowego w Biurze Rzecznika Finansowego.



INWESTYCJE W OBLIGACJE KORPORACYJNE

– NA CO WARTO UWAŻAĆ

1. Inwestując w obligacje korporacyjne, należy mieć świadomość, iż z możliwością osiągnięcia zysku z tego rodzaju inwestycji nieodłącznie związane jest ryzyko poniesienia straty – warto zatem przeanalizować stopień oraz rodzaje ryzyk. W przypadku inwestycji w obligacje korporacyjne inwestor może być narażony na: ryzyko kredytowe, ryzyko zmiany stopy procentowej, ryzyko inflacji, a także ryzyko kursowe.
2. Dla inwestorów kluczowa powinna być ocena sytuacji finansowej przedsiębiorstwa emitującego obligacje oraz kwestia, czy i w jaki sposób zostały one lub zostaną zabezpieczone.

3. W przypadku podmiotów mających siedzibę poza granicami RP inwestor powinien zwrócić szczególną uwagę na to, gdzie i według jakiego prawa rozstrzygany będzie ewentualny spór z emitentem.
4. Istnieją różne możliwości inwestycji w obligacje korporacyjne: można nabyć obligacje w emisji pierwotnej lub na rynku wtórnym; niekiedy obligacje oferowane są w ramach tzw. produktów strukturyzowanych, a więc w połączeniu z innymi produktami; istnieje również możliwość nabycia tytułów uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych, które mogą inwestować w obligacje (w tym obligacje korporacyjne) – warto więc zawczasu przeanalizować koszty, jakie mogą się wiązać z daną formą inwestycji.
5. Przy analizie rentowności inwestycji w obligacje korporacyjne – zwłaszcza jeżeli inwestycja ma charakter pośredni, np. poprzez fundusz inwestycyjny – należy brać pod uwagę wszelkie koszty, tj. ponoszone przez inwestorów w sposób bezpośredni, np. opłaty manipulacyjne, ponoszone w sposób pośredni, np. w postaci opłaty za zarządzanie aktywami, które łącznie mają istotny wpływ na ostateczną rentowność inwestycji, a także koszty wynikające z danin publicznych (podatków).
6. Decydując się na nabycie tytułów uczestnictwa w instytucjach wspólnego inwestowania, inwestor ma z reguły okazję do sprawdzenia w ramach tzw. testu odpowiedniości, czy dany produkt finansowy faktycznie odpowiada jego potrzebom i możliwościom inwestycyjnym. Nie należy tego bagatelizować i rezygnować z tej możliwości zweryfikowania swojej wiedzy oraz posiadanego doświadczenia inwestycyjnego, gdyż może to pozwolić na uniknięcie pochopnej i nietrafnej decyzji inwestycyjnej.
7. Obligacji korporacyjnych nie należy utożsamiać z obligacjami skarbowymi (emitowanymi przez Skarb Państwa) czy też komunalnymi (emitowanymi przez jednostki samorządu terytorialnego, np. gminę) – są to zarówno pod względem prawnym, jak i poziomu ryzyka inwestycyjnego zupełnie odrębne produkty.
8. Inwestorzy powinni mieć świadomość, że emitent obligacji korporacyjnych zasadniczo nie jest podmiotem rynku finansowego, natomiast nabywca obligacji co do zasady nie jest klientem podmiotu rynku finansowego, zatem stosunek prawny co do zasady nie podlega reżimowi ustawy o rozpatrywaniu reklamacji przez podmioty rynku finansowego i o Rzeczniku Finansowym.



Czym jest obligacja korporacyjna?

Obligacje korporacyjne, emitowane przez przedsiębiorstwa na podstawie ustawy o obligacjach¹, stanowią jeden z rodzajów dłużnych papierów wartościowych. Obligacja stwierdza istnienie zadłużenia emitenta – przedsiębiorcy wobec nabywcy obligacji – inwestora (obligatariusza). Przedsiębiorstwa emitują obligacje w celu pozyskania kapitału niezbędnego do prowadzenia działalności, jej rozwoju lub nowych inwestycji. Nabywcy obligacji uprawnieni są z kolei do otrzymywania odsetek i zwrotu kapitału w terminie wykupu (w terminie zapadalności obligacji). Co istotne, w przeciwieństwie do akcji, obligacje zasadniczo nie nadają ich nabywcy żadnych innych uprawnień względem emitenta. Obligacja korporacyjna nie inkorporuje zatem prawa do dywidendy czy też prawa do uczestnictwa i głosu w walnym zgromadzeniu. Nabywca obligacji nie staje się również współwłaścicielem spółki. Warto jednak dodać, że z pewnymi rodzajami obligacji korporacyjnych mogą się wiązać szczególne uprawnienia (np. obligacje zamienne uprawniają do objęcia akcji emitowanych przez spółkę w zamian za te obligacje), w tym o charakterze majątkowym (np. obligacje partycypacyjne przyznają prawo do udziału w zysku emitenta), a także o charakterze korporacyjnym (w przypadku gdy warunki emisji przewidują zgromadzenie obligatariuszy, które uprawnione jest do podejmowania uchwał istotnych z punktu widzenia interesów obligatariuszy). Obligacje emituje się w seriach, podzielonych na określoną liczbę równych jednostek reprezentujących takie same prawa majątkowe (np. spółka X emituje 50 obligacji serii A o wartości nominalnej 10 000 zł każda, pozyskując w ten sposób 500 000 zł, oraz 70 obligacji serii B o wartości nominalnej 20 000 zł każda, pozyskując w ten sposób 1 400 000 zł).

¹ Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (Dz. U. z 2015 r., poz. 238 z późn. zm.).

Ryzyka związane z inwestowaniem w obligacje korporacyjne

Inwestując w obligacje korporacyjne, należy mieć świadomość, iż z możliwością osiągnięcia zysku nieodłącznie związane jest ryzyko poniesienia straty (niepewność odnośnie do ostatecznego wyniku inwestycji), warunkowane występowaniem następujących ryzyk:



RYZYKO KREDYTOWE

Nabywca obligacji ponosi ryzyko niewypłacania (lub opóźniania się w wypłacie) przez emitenta odsetek lub niewykupienia obligacji. Mimo iż za zobowiązania wynikające z obligacji emitent odpowiada całym majątkiem, w przypadku upadłości przedsiębiorcy nabywcy obligacji mogą ponieść straty. Dlatego warto, aby obligacje były zabezpieczone w całości lub choćby w części.



RYZYKO ZMIANY STOPY PROCENTOWEJ

W przypadku obligacji z oprocentowaniem zmiennym nabywcy ponoszą ryzyko rynkowe, a mówiąc ściślej, ryzyko zmiany stopy procentowej. W zależności od koniunktury wskaźniki, które stanowią punkt odniesienia dla wysokości oprocentowania obligacji, mogą wzrosnąć lub się obniżyć.



RYZYKO INFLACJI

Inwestor ponosi ryzyko obniżenia realnej stopy zwrotu z przychodów.



RYZYKO KURSOWE

W przypadku obligacji wyrażonych w walutach obcych nabywcy ponoszą ponadto ryzyko kursowe, a więc ryzyko niekorzystnej z ich punktu widzenia zmiany kursu waluty.



Inwestor powinien pamiętać, że wymienione powyżej ryzyka mają charakter przykładowy. W praktyce w zależności od rodzaju obligacji, okoliczności ich emisji itp. mogą występować również inne ryzyka.

Obligacje korporacyjne a obligacje skarbowe i komunalne

Nabycie obligacji korporacyjnych nie jest tożsame ani pod względem prawnym, ani pod względem poziomu ryzyka inwestycyjnego z inwestycją w obligacje skarbowe (emitowane przez Skarb Państwa) czy komunalne (obligacje emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego). Zapoznając się z ofertą nabycia obligacji, należy więc w pierwszej kolejności zweryfikować, kto jest ich emitentem i jaki rodzaj obligacji jest oferowany.

Obligacje skarbowe są papierami wartościowymi emitowanymi przez Ministra Finansów², natomiast szczegółowe warunki dotyczące poszczególnych emisji obligacji są zawarte w listach emisyjnych wydawanych przez Ministra Finansów. Z uwagi na fakt, iż za zobowiązania wynikające z tytułu emisji skarbowych papierów wartościowych Skarb Państwa odpowiada całym swoim majątkiem, przyjmuje się, że obligacje skarbowe należą do jednych z najbezpieczniejszych papierów wartościowych tego rodzaju (przy zastrzeżeniu iż pewne ryzyko towarzyszy każdej inwestycji). Z kolei obligacje korporacyjne są w porównaniu z obligacjami skarbowymi znacznie bardziej ryzykownym instrumentem, mogącym generować ryzyko straty zainwestowanego kapitału w przypadku niewypłacalności emitenta. Gwarancją wykupu obligacji skarbowych wraz z należnymi odsetkami jest bowiem majątek Skarbu Państwa, a w przypadku obligacji korporacyjnych możliwość osiągnięcia spodziewanego zysku jest uzależniona od wiarygodności kredytowej przedsiębiorcy, a zatem od tego, czy dana firma będzie zdolna zrealizować wynik finansowy pozwalający na płynną obsługę długu zaciągniętego w postaci wyemitowanych przez nią obligacji korporacyjnych.

Kto może emitować obligacje korporacyjne?

Obligacje korporacyjne mogą być emitowane przez podmioty ściśle określone w ustawie o obligacjach, w szczególności osoby prawne prowadzące działalność gospodarczą lub utworzone wyłącznie w celu przeprowadzenia emisji obligacji, a także – co ważne – przez osoby prawne mające siedzibę poza terytorium RP³. Inwestorzy powinni mieć świadomość, że emitent obligacji korporacyjnych zasadniczo nie jest podmiotem rynku finansowego, zatem nie podlega reżimowi ustawy o rozpatrywaniu reklamacji przez podmioty rynku finansowego i o Rzeczniku Finansowym⁴.

² Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych (tekst jedn. Dz. U. z 2016 r., poz. 1870 z późn. zm.).

³ Zgodnie z art. 2 ustawy o obligacjach emitentami mogą być również: spółki komandytowo-akcyjne, spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe, Krajowa Spółdzielcza Kasa Oszczędnościowo-Kredytowa, gminy, powiaty oraz województwa i instytucje finansowe.

⁴ Ustawa z dnia 5 sierpnia 2015 r. o rozpatrywaniu reklamacji przez podmioty rynku finansowego i o Rzeczniku Finansowym (Dz. U. z 2015 r., poz. 1348 z późn. zm.).

Wydaje się też, że emisja obligacji korporacyjnych z definicji nie stanowi usługi świadczonej klientowi⁵. Przyjmując takie założenie, należałoby uznać, że nabywca obligacji korporacyjnej nie będzie również kwalifikowany jako klient podmiotu rynku finansowego w rozumieniu ustawy. W takim ujęciu relacja między emitentem a inwestorem, wynikająca ze stosunku obligacji, oraz ewentualne spory z niej wynikające nie podlegają kompetencji Rzecznika Finansowego, a w przypadku ewentualnych zastrzeżeń związanych z emisją obligacji nabywca nie będzie miał również prawa do wniesienia reklamacji w trybie tej ustawy.

W sprawach indywidualnych bezpłatną pomoc prawną konsumenci mogą uzyskać u miejskiego lub powiatowego rzecznika konsumentów⁶ lub w jednej z finansowanych przez budżet Państwa organizacji konsumenckich – Federacji Konsumentów⁷ lub Stowarzyszeniu Konsumentów Polskich⁸. Od początku 2016 r. na terenie Polski funkcjonuje również system darmowej pomocy prawnej⁹. Ustawa ta zakłada, że darmową pomoc prawną (na etapie przedsądowym) otrzymują: osoby, które nie ukończyły 26. roku życia, osoby fizyczne, którym w okresie roku poprzedzającego zostało przyznane świadczenie z pomocy społecznej na podstawie ustawy o pomocy społecznej, osoby, które ukończyły 65 lat, osoby posiadające ważną Kartę Dużej Rodziny, kombatanci, weterani, zagrożeni lub poszkodowani katastrofą naturalną, klęską żywiołową lub awarią techniczną¹⁰.

Jeżeli emitent nadzorowany jest przez Komisję Nadzoru Finansowego (KNF), istnieje możliwość przesłania zgłoszenia o nieprawidłowościach w działalności emitenta do KNF¹¹.

Spory związane z emisją obligacji korporacyjnych

W przypadku podmiotów mających siedzibę poza granicami RP inwestor powinien zwrócić szczególną uwagę na to, gdzie i według jakiego prawa rozstrzygany będzie ewentualny spór z emitentem. Ustawa o obligacjach jako zasadę przewiduje sąd właściwy dla dzielnicy Śródmieście miasta stołecznego Warszawy, określa w tym zakresie jednak wyjątki mogące wynikać z prawa unijnego¹². Roszczenia wynikające z obligacji, w tym roszczenia o świadczenia okresowe, przedawniają się z upływem 10 lat.

⁵ Choć należy dodać, że brak jest ugruntowanego orzecznictwa w tym zakresie.

⁶ https://www.uokik.gov.pl/sprawy_indywidualne.php.

⁷ <http://www.federacja-konsumentow.org.pl>.

⁸ <http://www.skp.pl/>.

⁹ Ustawa z dnia 5 sierpnia 2015 r. o nieodpłatnej pomocy prawnej oraz edukacji prawnej (Dz. U. z 2015 r., poz. 1255 z późn. zm.).

¹⁰ <https://darmowapomocprawna.ms.gov.pl/pl/aktualnosci-glowne/news,7457,darmowa-pomoc-prawna.html>.

¹¹ https://www.knf.gov.pl/dla_konsumenta/Ochrona_klienta_na_ryнку_usług_finansowych/KNF.

¹² Zgodnie z art. 15 ustawy o obligacjach: „Sprawy wynikające z obligacji emitowanych przez podmioty mające siedzibę poza terytorium państw członkowskich Unii Europejskiej, z zastrzeżeniem przepisów rozporządzenia Rady (WE) nr 44/2001 z dnia 22 grudnia 2000 r. w sprawie jurysdykcji i uznawania orzeczeń sądowych oraz ich wykonywania w sprawach cywilnych i handlowych (Dz. Urz. UE L 12 z 16.01.2001, str. 1, z późn. zm.), rozstrzyga sąd właściwy dla dzielnicy Śródmieście miasta stołecznego Warszawy”. Warto też pamiętać, że wskazane rozporządzenie zostało uchylone przez

Zabezpieczenie obligacji korporacyjnych

Dla inwestorów kluczowa powinna być ocena sytuacji finansowej przedsiębiorstwa emitującego obligacje oraz kwestia, czy i w jaki sposób obligacje zostały lub zostaną zabezpieczone. Brak zabezpieczenia zwiększa ryzyko poniesienia przez inwestora straty w przypadku niewypłacalności emitenta. Najczęściej zabezpieczenie następuje w formie: hipoteki, zastawu rejestrowego, poręczenia przez osobę trzecią, gwarancji lub też poddania się egzekucji przez emitenta. W przypadku poręczenia lub gwarancji przez osobę trzecią warto sprawdzić, czy i w jakim zakresie podmioty te powiązane są prawnie lub ekonomicznie z emitentem. Tego rodzaju powiązania zwiększają bowiem ryzyko kredytowe. Z kolei zabezpieczenie w postaci poddania się przez emitenta dobrowolnej egzekucji stanowi uproszczenie w dochodzeniu roszczenia, konieczne jest bowiem jedynie uzyskanie klauzuli wykonalności – natomiast nie zabezpiecza ono przed niewypłacalnością emitenta. Z tej perspektywy wydaje się, że hipoteka czy też zastaw rejestrowy lepiej zabezpieczają roszczenia nabywcy obligacji. Warto też pamiętać, że jeżeli warunki emisji tak stanowią, wydanie obligacji może nastąpić jeszcze przed ustanowieniem zabezpieczenia.

Nabywając obligacje określonego podmiotu, warto przeanalizować rodzaj prowadzonej przez niego działalności, jego aktualną sytuację finansową, w tym wartość zaciągniętych zobowiązań (a zwłaszcza wysokość zobowiązań przeterminowanych), a także perspektywy kształtowania zobowiązań emitenta w przyszłości.

Sposoby emisji obligacji korporacyjnych

Ustawa o obligacjach przewiduje następujące sposoby emisji obligacji:



W TRYBIE OFERTY PUBLICZNEJ

oferta skierowana do co najmniej **150** osób lub nieoznaczonego adresata),



W TRYBIE OFERTY PRYWATNEJ/OGRANICZONEJ

(oferta skierowana maksymalnie do **149** inwestorów oznaczonych imiennie).

tw. rozporządzenie Bruksela I bis, tj. rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1215/2012 z dnia 12 grudnia 2012 r. w sprawie jurysdykcji i uznawania orzeczeń sądowych oraz ich wykonywania w sprawach cywilnych i handlowych (Dz. Urz. UE L 351 z 20.12.2012, s. 1 z późn. zm.), które weszło w życie dnia 10 stycznia 2015 r.

Str. 8

W przypadku oferty publicznej co do zasady wymagane jest sporządzenie publicznego dokumentu informacyjnego – prospektu emisyjnego lub memorandum informacyjnego, który musi zostać zatwierdzony przez KNF i udostępniony do publicznej wiadomości.

W przypadku oferty prywatnej emitent przedstawia jedynie propozycję nabycia obligacji. Jest to kluczowy z punktu widzenia inwestora dokument, z którym należy się szczegółowo zapoznać. Zawiera on bowiem warunki emisji oraz informacje, które powinny umożliwić ocenę sytuacji finansowej emitenta. Pozwala więc na ocenę jego wypłacalności w przyszłości, a tym samym oszacowanie ryzyka związanego z zainwestowaniem w obligacje danego podmiotu. Warunki emisji określają natomiast świadczenia wynikające z obligacji, sposób ich realizacji oraz związane z nimi prawa i obowiązki emitenta oraz obligatariuszy.

W warunkach emisji emitent może zdecydować o ustanowieniu zgromadzenia obligatariuszy. W takim przypadku warunki emisji określają również zasady zwoływania i organizacji zgromadzenia obligatariuszy, w tym miejsce odbycia oraz zasady podejmowania uchwał przez to zgromadzenie. Zgromadzenie obligatariuszy stanowi reprezentację ogółu obligatariuszy uprawnionych z obligacji danej serii i może podejmować uchwały w sprawach określonych w ustawie o obligacjach¹³. Każda obligacja daje prawo do jednego głosu na zgromadzeniu obligatariuszy.

Obligacje korporacyjne na rynku wtórnym

Zarówno emisja obligacji w ofercie publicznej, jak i prywatnej mają charakter oferty pierwotnej, co oznacza, że inwestorzy są pierwszymi nabywcami takich obligacji. Obligacje korporacyjne co do zasady mogą być również przedmiotem obrotu na rynku wtórnym. Warto zauważyć, iż obrót obligacjami jest obecnie rozwijającym się segmentem rynku kapitałowego, z niewątpliwym potencjałem wzrostowym.

Obligacje korporacyjne, będące zbywalnymi papierami wartościowymi, mogą być zatem przedmiotem obrotu cywilnoprawnego na zasadach przewidzianych przepisami prawa. Należy przy tym pamiętać, iż obrót obligacjami zdematerializowanymi¹⁴ wymaga posiadania rachunku papierów wartościowych. Zainteresowany inwestor powinien zatem wcześniej dokładnie przeanalizować koszty prowadzenia takiego rachunku, jak również koszty (prowizje) pobierane z tytułu zawartych transakcji oraz ewentualne inne koszty lub opłaty z tym związane.

¹³ Art. 49 ustawy o obligacjach.

¹⁴ W rozumieniu art. 5 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (tekst jedn. Dz. U. z 2016 r., poz. 1636 z późn. zm.).

Za pośrednictwem firmy inwestycyjnej (domu maklerskiego) można również dokonywać obrotu obligacjami na rynku niepublicznym, a domy maklerskie w ramach prowadzonej działalności umożliwiają klientom znalezienie drugiej strony transakcji lub same mogą stać się jej stroną.

Wtórny handel obligacjami korporacyjnymi odbywa się też na rynku publicznym, a dostęp do niego mają zarówno inwestorzy instytucjonalni, jak i detaliczni. Zorganizowany obrót obligacjami odbywa się na rynku Catalyst¹⁵, który jest prowadzony przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.¹⁶ i BondSpot S.A.¹⁷ Stanowi on funkcjonalnie wyodrębniony system obrotu obejmujący cztery platformy obrotu¹⁸. Dzięki rynkowi obligacji Catalyst inwestorzy mają dostęp do wielu rodzajów oferowanych obligacji, w tym obligacji korporacyjnych, które można kupić lub sprzedać w obrocie wtórnym.

Inwestowanie w obligacje korporacyjne poprzez fundusze inwestycyjne

Alternatywą dla bezpośredniego (pierwotnego lub wtórnego) nabycia obligacji – czy będą to obligacje skarbowe, czy też obligacje korporacyjne – może okazać się inwestycja dokonana w omawiane aktywa za pośrednictwem funduszu inwestycyjnego¹⁹. Fundusz inwestycyjny jest osobą prawną, której wyłącznym przedmiotem działalności jest lokowanie środków pieniężnych – zebranych w drodze publicznego, a w przypadkach określonych w ustawie również niepublicznego, proponowania nabycia jednostek uczestnictwa albo certyfikatów inwestycyjnych – w określone w ustawie papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego i inne prawa majątkowe²⁰.

Fundusz inwestycyjny może być utworzony jako:

- ➔ Fundusz inwestycyjny otwarty (FIO),
- ➔ Specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty (SFIO),
- ➔ Fundusz inwestycyjny zamknięty (FIZ)²¹.

¹⁵ <https://gpwcatalyst.pl/>.

¹⁶ <https://www.gpw.pl/>.

¹⁷ <https://www.bondspot.pl/>

¹⁸ Dwie platformy – przeznaczone dla klientów detalicznych – prowadzone są przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w formule rynku regulowanego i alternatywnego systemu obrotu; dwa rynki – przeznaczone dla klientów hurtowych – prowadzone są natomiast przez BondSpot podobnie, tj. w formule regulowanego rynku pozagiełdowego oraz alternatywnego systemu obrotu.

¹⁹ Fundusze inwestycyjne działają w oparciu o przepisy ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (tekst jedn. Dz. U. z 2016 r., poz. 1896 z późn. zm.).

²⁰ Więcej informacji o funduszach inwestycyjnych można znaleźć pod adresem: https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Jednostki_uczestnictwa_2016_48112.pdf.

²¹ Dodatkowo specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte oraz fundusze inwestycyjne zamknięte klasyfikuje się jako alternatywne fundusze inwestycyjne, które są funduszami odbiegającymi od wzorca ustalonego w przepisach unijnych regulujących kwestię funkcjonowania instytucji zbiorowego inwestowania. Niespecjalistyczne fundusze inwestycyjne

Fundusz inwestycyjny jest wyodrębnioną masą majątkową (mającą odrębną osobowość prawną) zarządzaną przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych (TFI) działające w formie spółki akcyjnej.

Jednostki uczestnictwa funduszu inwestycyjnego można nabyć bezpośrednio od funduszu inwestycyjnego, a także za pośrednictwem firmy inwestycyjnej lub banku uprawnionego do wykonywania działalności w zakresie przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych. Ponadto dystrybucją jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych zajmują się wyspecjalizowane podmioty, posiadające na prowadzenie działalności w tym zakresie zezwolenie Komisji Nadzoru Finansowego.

Certyfikaty inwestycyjne publicznego funduszu inwestycyjnego zamkniętego mogą być oferowane wyłącznie za pośrednictwem firmy inwestycyjnej, natomiast certyfikaty inwestycyjne niepublicznego funduszu inwestycyjnego zamkniętego mogą być oferowane bezpośrednio przez prowadzące zapisy towarzystwo funduszy inwestycyjnych lub za pośrednictwem firmy inwestycyjnej lub banku uprawnionego do wykonywania działalności w zakresie oferowania instrumentów finansowych.

Rodzajowe rozróżnienie funduszy inwestycyjnych ma istotne znaczenie w kontekście specyfiki polityki inwestycyjnej prowadzonej przez konkretny fundusz inwestycyjny, a co za tym idzie, poziomu ryzyka inwestycyjnego związanego z nabyciem tytułów uczestnictwa w tych funduszach. Fundusze inwestycyjne otwarte – adresowane do nieograniczonego kręgu odbiorców, zobowiązane utrzymywać bieżącą płynność umożliwiającą odkupywanie jednostek uczestnictwa na każde żądanie uczestnika funduszu – objęte są co do zasady bardziej restrykcyjnymi regulacjami ustawowymi w zakresie dopuszczalnego katalogu lokat oraz limitów inwestycyjnych, czyli procentowego udziału w ogólnej sumie aktywów funduszu poszczególnych kategorii lokat, czy też instrumentów finansowych jednego emitenta. Fundusze inwestycyjne zamknięte mogą prowadzić bardziej elastyczną, a przez to bardziej ryzykowną politykę inwestycyjną.



Należy zatem pamiętać, iż dłużne papiery wartościowe, jakimi są obligacje korporacyjne, mogą być przedmiotem inwestycji różnego rodzaju oraz typu funduszy inwestycyjnych. Od rodzaju i typu funduszu, a precyzyjniej od zasad polityki inwestycyjnej, będzie zależał ogólny poziom zaangażowania aktywów funduszu inwestycyjnego w obligacje i ich rodzaj, jak również poziom zaangażowania aktywów funduszu w obligacje jednego emitenta oraz kryteria doboru obligacji do portfela inwestycyjnego funduszu, a w konsekwencji – poziom ryzyka inwestycyjnego.

otwarte uznaje się z kolei za tzw. fundusze zharmonizowane, ponieważ są zgodne ze wspólnym dla całej Unii Europejskiej modelem przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania.

Str. 11

Aby zatem dokonać świadomej decyzji inwestycyjnej, uwzględniającej zwłaszcza poziom akceptowanego ryzyka, nabywając jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne funduszu inwestycyjnego, nie należy sugerować się wyłącznie nazwą funduszu inwestycyjnego, lecz każdorazowo zapoznać się ze statutem funduszu oraz jego dokumentami ofertowymi, zwracając szczególną uwagę na zasady polityki inwestycyjnej oraz opisane ryzyka inwestycyjne.

W zależności od rodzaju funduszu inwestycyjnego podstawowymi dokumentami, w których należy szukać szczegółowych informacji dotyczących rodzajów aktywów, w jakie fundusz może inwestować, oraz rodzajów ryzyka związanego z inwestycją, są:



DLA FUNDUSZU INWESTYCYJNEGO OTWARTEGO

– prospekt informacyjny oraz kluczowe informacje dla inwestorów;



DLA SPECJALISTYCZNEGO FUNDUSZU INWESTYCYJNEGO OTWARTEGO

– prospekt informacyjny, kluczowe informacje dla inwestorów oraz informacja dla klienta alternatywnego funduszu inwestycyjnego;



DLA FUNDUSZU INWESTYCYJNEGO ZAMKNIĘTEGO (zależnie od charakteru funduszu i trybu oferowania certyfikatów inwestycyjnych)

– prospekt emisyjny, memorandum informacyjne albo warunki emisji oraz informacja dla klienta alternatywnego funduszu inwestycyjnego.

Świadomy inwestor powinien zatem przeanalizować, czy i jakie obligacje (w tym korporacyjne) mają tworzyć portfel inwestycyjny danego funduszu inwestycyjnego, pamiętając zarazem o zróżnicowaniu stopnia ryzyka obligacji w zależności od ich typu oraz rodzaju ich emitenta.

Podmioty pośredniczące w nabywaniu i zbywaniu jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych – w celu dokonania oceny, czy jednostki uczestnictwa oferowane przez fundusze inwestycyjne stanowią odpowiednią inwestycję dla klienta – przeprowadzają tzw. testy odpowiedniości, badające poziom wiedzy i doświadczenia inwestycyjnego osób zainteresowanych nabyciem jednostek uczestnictwa²². W przypadku świadczenia usługi bezpłatnego doradztwa inwestycyjnego zakresem badania obejmuje się także cele inwestycyjne klienta, akceptowany przez niego poziom ryzyka oraz sytuację finansową, w jakiej dany klient się znajduje. Klient może odmówić przekazania informacji

²² § 11 oraz § 29 rozporządzenia Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 23 marca 2017 r. w sprawie postępowania podmiotów prowadzących działalność w zakresie pośrednictwa w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa oraz tytułów uczestnictwa, a także doradztwa inwestycyjnego w odniesieniu do takich instrumentów (Dz. U. z 2017 r., poz. 769); § 53 oraz § 54 rozporządzenia Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 20 lipca 2017 r. w sprawie sposobu, trybu oraz warunków prowadzenia działalności przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych (Dz. U. z 2017 r., poz. 1444).

niezbędnych do przeprowadzenia odpowiedniej oceny, niemniej jednak warto podkreślić, iż świadomy inwestor nie powinien rezygnować z okazji do weryfikacji w ramach testu odpowiedności, czy dany instrument finansowy faktycznie jest dla niego odpowiedni z punktu widzenia jego predyspozycji inwestycyjnych. Nie należy tego bagatelizować i rezygnować z tej możliwości zweryfikowania swojej wiedzy oraz posiadanego doświadczenia inwestycyjnego, gdyż może to pozwolić na uniknięcie pochopnej i nietrafnej decyzji inwestycyjnej. Co również ważne w przypadku ewentualnego sporu z firmą test adekwatności pozwala na weryfikację, czy zaoferowany klientowi produkt odpowiadał jego potrzebom i uwzględniał jego wiedzę na temat tego produktu.

Należy również pamiętać o tym, że inwestycja w fundusze inwestycyjne wiąże się z różnego rodzaju kosztami, ponoszonymi przez uczestników takich funduszy, a mającymi wpływ na ostateczną rentowność inwestycji. Wśród najważniejszych można wymienić wynagrodzenie TFI za zarządzanie funduszem, opłaty manipulacyjne i opłaty dystrybucyjne. Ponadto od dochodów uzyskanych z tytułu udziału w funduszach inwestycyjnych, jak również z tytułu odpłatnego zbycia certyfikatów inwestycyjnych pobierany jest podatek dochodowy.

Produkty strukturyzowane i ubezpieczenia z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym (UFK)

Inwestycja w obligacje korporacyjne – pośrednio – może również nastąpić w związku z nabywaniem bardziej skomplikowanych produktów finansowych. Tytułem przykładu można wymienić tzw. produkty strukturyzowane. Stanowią one połączenie kilku różnych produktów, najczęściej oszczędnościowych oraz inwestycyjnych. Przykładem może być połączenie obligacji korporacyjnej i instrumentu pochodnego (np. opcji).

Innym przykładem może być ubezpieczenie z UFK (tzw. *unit-linked*). Stanowi ono ubezpieczenie osobowe łączące element ochronny z inwestycyjnym. Mówiąc ogólnie, oznacza to, że uiszczana składka przeznaczana jest na dwa cele. Pierwsza jej część służy ochronie ubezpieczeniowej i wypłacie świadczenia pieniężnego zagwarantowanego w przypadku wystąpienia określonych w umowie zdarzeń, np. śmierci ubezpieczającego lub dożycia przez niego określonego wieku. Druga część składki inwestowana jest w ubezpieczeniowe fundusze kapitałowe. Pośrednio może być zatem inwestowana w obligacje korporacyjne, z czym wiąże się wspomniane już ryzyko inwestycyjne.

Sprawę dodatkowo komplikuje fakt, że umowy ubezpieczenia z UFK mogą być oferowane zarówno w formie ubezpieczenia indywidualnego, jak i grupowego. W przypadku ubezpieczenia indywidualnego klient zawiera z towarzystwem ubezpieczeniowym umowę na własny rachunek.

Istota ubezpieczenia grupowego sprowadza się natomiast do tego, iż umowa zawierana jest z ubezpieczycielem przez bank lub pośrednika – jako ubezpieczającego – na rachunek swoich klientów. Ci zaś, aby stać się ubezpieczonymi, muszą złożyć deklarację przystąpienia. Nie będą zatem stroną umowy, co negatywnie wpływa na ich pozycję w przypadku potrzeby obrony swoich praw lub interesów.

Rodzaje obligacji korporacyjnych

Warto pamiętać, że na rynku występują różne rodzaje obligacji korporacyjnych, które można klasyfikować według rozmaitych kryteriów, np. podmiotu emitującego, sposobu oprocentowania, rodzaju praw przysługujących obligatariuszowi czy też terminu wykupu. Z punktu widzenia inwestora najważniejszy jest sposób oprocentowania obligacji. Od tego zależy stopa zwrotu z zainwestowanego w obligacje kapitału, a więc ich rentowność. Wyróżnia się obligacje o oprocentowaniu stałym, zmiennym, indeksowanym, a także zerokuponowe. Oczywiście w praktyce można się również spotkać z bardziej skomplikowanymi obligacjami, które inkorporują dodatkowe prawa, np. opcję dającą nabywcom prawo przedstawienia obligacji do wcześniejszego wykupu, z czym co do zasady wiąże się jednak niższe oprocentowanie obligacji lub niższa od wartości nominalnej cena wykupu. Podobnie emitent może posiadać prawo wcześniejszego wykupu obligacji, co z kolei zwykle powoduje, iż oprocentowanie obligacji będzie wyższe.

Obligacje mogą też przewidywać kapitalizację odsetek. W takim wypadku następować będzie doliczanie odsetek należnych od obligacji z danego okresu odsetkowego do wartości nominalnej obligacji i traktowanie sumy wartości nominalnej oraz narosłych odsetek jako podstawy do naliczenia zysku w kolejnym okresie odsetkowym. W przeciwnym razie każdorazowe odsetki naliczane będą od wartości nominalnej obligacji.

W zakresie formy rozróżnia się obligacje mające postać dokumentu i obligacje zdematerializowane. Obligacje mające charakter zdematerializowany (a więc nieposiadające formy papierowego dokumentu) zapisane są w ewidencji prowadzonej przez uprawniony podmiot (np. Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych (KDPW), firmę inwestycyjną, bank czy instytucję kredytową) – prawa z nich przysługują osobie wskazanej w ewidencji jako posiadacz. Obligacje mogą mieć również charakter tradycyjnego dokumentu, co w praktyce staje się jednak coraz rzadsze.

Przykłady najczęściej spotykanych rodzajów obligacji



Obligacje o stałym oprocentowaniu

Oprocentowanie obligacji jest niezmiennie aż do wykupu.



Obligacje o zmiennym oprocentowaniu

Oprocentowanie obligacji ma charakter zmienny i najczęściej jest oparte na określonej stawce referencyjnej (np. WIBOR, EURIBOR, LIBOR). Sposób ustalenia oprocentowania oraz zasady jego zmiany powinny być ściśle i precyzyjnie określone oraz weryfikowalne dla nabywcy obligacji.



Obligacje indeksowane

Oprocentowanie obligacji ma charakter zmienny i zależy od wartości określonego indeksu. Z reguły indeksem jest wysokość inflacji powiększona o określoną wartość premii.



Obligacje zerokuponowe

Są to obligacje o z góry ustalonym dyskoncie. Oznacza to, że nabywane są za cenę niższą od ich wartości nominalnej. W momencie wykupu nabywca otrzymuje kwotę równą ich wartości nominalnej. Nie następuje więc wypłata odsetek po każdym okresie kapitalizacji, zaś zyskiem nabywcy obligacji jest jedynie różnica pomiędzy ceną zakupu a ceną nominalną obligacji.



Obligacje imienne lub na okaziciela

Obligacje mogą wskazywać w swej treści obligatariusza (obligacje imienne) bądź też nie zawierać takiego wskazania (obligacje na okaziciela). W przypadku obligacji imiennych warunki emisji mogą wprowadzić zakaz lub ograniczenie zbywania takich obligacji.



Obligacje partycypacyjne

Obligacje, które przyznają obligatariuszom prawo do udziału w zysku emitenta.



Obligacje zamienne

Obligacje uprawniające do objęcia akcji emitowanych przez spółkę w zamian za te obligacje.



Obligacje z prawem pierwszeństwa

Obligacje uprawniające obligatariusza – oprócz innych świadczeń – do subskrybowania akcji spółki z pierwszeństwem przed jej akcjonariuszami.

Obligacje wieczyste

Obligacje co do zasady niepodlegające wykupowi, uprawniające obligatariusza do otrzymywania odsetek przez czas nieoznaczony. Wymagalność takich obligacji następuje jednak w przypadku ogłoszenia upadłości lub otwarcia likwidacji emitenta, bądź też w sytuacji zwłoki emitenta w wypłacie świadczeń wynikających z obligacji. Ponadto emitent w warunkach emisji może wskazać inne przypadki, gdy obligacje stają się wymagalne, lub zastrzec prawo ich wykupu – nie może to jednak nastąpić wcześniej niż po upływie 5 lat od dnia emisji.



Obligacje przychodowe

Obligacje uprawniające obligatariusza do zaspokojenia roszczeń z pierwszeństwem przed innymi wierzycielami emitenta. Emitentem takich obligacji mogą być tylko i wyłącznie podmioty wskazane w ustawie o obligacjach.



Obligacje podporządkowane

W razie upadłości lub likwidacji emitenta wierzytelności wynikające z obligacji podporządkowanych są zaspokajane po wszystkich innych wierzytelnościach wobec emitenta.



Podstawy prawne

1. Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (Dz. U. z 2015 r., poz. 238 z późn zm.).
2. Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (tekst jedn. Dz. U. z 2016 r., poz. 1896 z późn. zm.).
3. Ustawa z ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych (tekst jedn. Dz. U. z 2016 r., poz. 1870 z późn. zm.).
4. Ustawa z dnia 5 sierpnia 2015 r. o rozpatrywaniu reklamacji przez podmioty rynku finansowego i o Rzeczniku Finansowym (Dz. U. z 2015 r., poz. 1348 z późn. zm.).
5. Rozporządzenie Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 23 marca 2017 r. w sprawie postępowania podmiotów prowadzących działalność w zakresie pośrednictwa w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa oraz tytułów uczestnictwa, a także doradztwa inwestycyjnego w odniesieniu do takich instrumentów (Dz. U. z 2017 r., poz. 769).
6. Rozporządzenie Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 20 lipca 2017 r. w sprawie sposobu, trybu oraz warunków prowadzenia działalności przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych (Dz. U. z 2017 r., poz. 1444).