

Kamil GEMRA¹

NARZĘDZIA RELACJI INWESTORSKICH PRZY PUBLICZNYCH EMISJACH OBLIGACJI

Artykuł dotyczy wykorzystywania narzędzi relacji inwestorskich do komunikacji przy publicznych emisjach obligacji. Poruszono w nim zagadnienie dotyczące tego, w jaki sposób emitenci prowadzą działania mające na celu komunikację z inwestorami indywidualnymi co w konsekwencji przekłada się na ich aktywność w zakresie inwestycji w obligacje. W artykule przedstawiono istotę relacji inwestorskich jako takich. Zajęto się przeglądem definicji dotyczącym relacji inwestorskich i spojrzeniem na to zagadnienie z różnych dziedzin związanych z funkcjonowaniem przedsiębiorstwa. Ponadto sklasyfikowano i scharakteryzowano narzędzia, jakie są używane w ich ramach. Dokonano podziału narzędzi na pośrednie, bezpośrednie i elektroniczne. Następnie w artykule przedstawiono dane dotyczące publicznych emisji obligacji, jakie były realizowane w latach 2015–2017 przedstawiając poszczególne serie obligacji i ich emitentów. Wykorzystując metodę analizy danych wtórnych przeprowadzono badanie sposobów komunikacji emitentów z inwestorami indywidualnymi w czasie realizowanych projektów emisyjnych. W toku analizy ustalono, że pozyskiwanie kapitału poprzez publiczne emisje obligacji jest coraz popularniejsze. Wymaga to dotarcia do inwestorów, co powoduje, że niezbędne jest prowadzenie działań komunikacyjnych. Większość emitentów używa podobnych narzędzi do komunikacji swoich projektów i stosuje cały ich wachlarz nie ograniczając się do jakichś wybranych. W artykule opisano poszczególne narzędzia, jakie stosowane są w praktyce gospodarczej. Ze względu na łatwość i szeroką dostępność dla inwestorów są to głównie narzędzia elektroniczne.

Słowa kluczowe: relacje inwestorskie, obligacje, publiczne emisje.

1. WPROWADZENIE

Rozwój spółek kapitałowych pod koniec XIX w. i na początku XX w. doprowadził do rozdzielenia własności od zarządzania. Fakt rozdzielenia własności od zarządzania spowodował zaistnienie problemów agencji oraz asymetrii informacyjnej. Zjawisko agencji polega na pojawieniu się relacji pryncypał (właściciel) i agent². Wiąże się z tym asymetria

¹ Dr Kamil Gemra, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie, Instytut Zarządzania Ryzykiem, al. Niepodległości 162, 02-554 Warszawa; e-mail: kamil.gemra@gmail.com.

Kamil Gemra, PhD, Warsaw School of Economics, Collegium of Business Administration, Institute of Corporations Finance and Investment, Niepodległości 162, 02-554 Warsaw; e-mail: kamil.gemra@gmail.com.

² M. Jensen W. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure*. „Journal of Financial Economics” 1976, Vol. 3, No. 4; E.F. Fama, *Agency Problems and the Theory of the Firm*, „Journal of Political Economy” 1980, Vol. 88, s. 13.

informacyjna, a więc różnica w wiedzy osób zarządzających podmiotem gospodarczym oraz właścicieli, czy tym bardziej dostarczycieli kapitału dłużnego. Szczególną grupą podmiotów gospodarczych są jednak spółki publiczne, czyli spółki notowane na giełdzie papierów wartościowych. Rozbieżność interesów właścicieli i zarządu oraz asymetria informacyjna mogą być większe z uwagi na znaczące rozproszenie akcjonariatu i mniejszą siłę głosu. W związku z tym kluczowa jest odpowiednia komunikacja i przekazywanie informacji pomiędzy tymi grupami. Spółki publiczne podlegają rygorom prawnym dotyczącym obowiązku przekazywania informacji związanych z prowadzoną działalnością. Tym bardziej rośnie rola i znaczenie prowadzonych relacji inwestorskich.

Celem artykułu jest zbadanie sposobu komunikacji z inwestorami indywidualnymi przy prowadzonych publicznych emisjach obligacji. Realizacja celu wymaga przeanalizowania narzędzi relacji inwestorskich wykorzystywanych przy tego typu procesach.

2. ISTOTA RELACJI INWESTORSKICH

Interesariusze spółek publicznych mogą mieć znacznie mniejsze możliwości skutecznego monitorowania i oddziaływania na zarząd. Stąd też chociażby ze względu na zapewnienie ochrony interesu akcjonariuszy spółek publicznych, publikowanie informacji podlega szczególnym rygorom. W przypadku spółek publicznych, przekazywanie informacji o przedmiocie inwestycji wpływa na lepszą realizację funkcji rynku finansowego tj. wycen kapitału, efektywną akumulację, transfer i alokację³. Wiąże się to z koncepcją transparentności spółek publicznych. Transparentność jest rozumiana jako swobodny dostęp do aktualnej i wiarygodnej informacji⁴. Tak jak wspomniano we wstępie duża rola informacji wynika z rozdzielenia własności od zarządzania oraz powstania różnicy w wiedzy menedżerów i właścicieli. Dopływ informacji do właścicieli na temat funkcjonowania podmiotu jest kwestią determinującą podejmowane przez inwestorów decyzje. Informacja generowana jest przez podmiot prowadzący działalność gospodarczą i przekazywana inwestorom. Inwestorzy na podstawie otrzymywanych informacji podejmują decyzje w zakresie lokaty kapitału oddziałując w ten sposób na kurs giełdowy lub kupują obligacje danej spółki. Duża rola informacji znalazła swoje odzwierciedlenie w sformułowanej teorii rynków efektywnych.

Dla współczesnego globalnego kapitalizmu giełdowego kluczowym wyzwaniem pozostaje kwestia zaufania do rynku finansowego i instytucji finansowych. Wyzwaniem jest także ukształtowanie autentycznych relacji właścicielskich, tym bardziej w warunkach rozproszonego giełdowo akcjonariatu. Kryzys finansowy, z jakim mieliśmy do czynienia udzielił wymownego ostrzeżenia w obu zakresach. Wydaje się, że właśnie w obu tych zakresach będą pomocne relacje inwestorskie – szczególnie w przypadku inwestorów indywidualnych, a więc w grupie podatnej na kryzysy zaufania i lekceważonej jako właściciel⁵.

Co ciekawe samo zdefiniowanie relacji inwestorskich nie jest takie oczywiste. Są one bowiem definiowane na podstawie głównego motywu, jakim jest komunikacja spółki z in-

³ D. Dziawgo, *Relacje inwestorskie. Ewolucja, funkcjonowanie, wyzwania*, Warszawa 2011, s. 67.

⁴ K. Postrach, *Kierunki poprawy transparentności w spółkach publicznych* [w:] *Ekonomiczne i społeczne problemy nadzoru korporacyjnego*, red. S. Rudolf, Łódź 2004, s. 229.

⁵ L. Dziawgo, D. Dziawgo, *CSR i IR – niełatwe antidotum na toksyczną bankowość*, „Bezpieczny Bank” 2010, nr 1, Warszawa 2011, s. 65.

westorami. W literaturze jest to część wspólna wielu definicji relacji inwestorskich⁶. Natomiast problem definicyjny polega na tym, że relacje inwestorskie stanowią element zarządzania strategicznego dotyczący zarówno zagadnień finansowych, jak i komunikacji oraz marketingu z długoterminowym zabezpieczeniem właściwego kształtowania kontaktów między rynkowo zorientowanymi przedsiębiorstwami a uczestnikami rynku finansowego. Jest to nie tylko problem przekazywania konkretnych informacji, ale i wykorzystywania różnych instrumentów sygnalizacji, powiązanych z oczekiwaniem odpowiedniej reakcji inwestorów, która nie zawsze jest zgodna z zamierzeniem⁷.

Samo definiowanie relacji inwestorskich zależy od zastosowania odpowiedniego podejścia z danej dziedziny, z której na nie patrzymy. Przykłady definicji związanych z konkretnym spojrzeniem na relacje inwestorskie zawiera tabela 1.

Tabela 1. Definicje relacji inwestorskich ze względu na podejście z danej dziedziny

Podejście	Definicja
Komunikacja korporacyjna	Relacje inwestorskie definiowane są jako ogniwo łączące przedsiębiorstwo ze społecznością finansową, za pomocą którego przekazywane są informacje sprzyjające właściwej wycenie wartości spółki.
Public relations	Relacje inwestorskie definiowane są jako wyspecjalizowana część public relations, która odpowiada za budowę i utrzymywanie dwustronnych, korzystnych, pozytywnych relacji przedsiębiorstwa z inwestorami i pozostałą społecznością finansową, w celu maksymalizacji wartości rynkowej przedsiębiorstwa.
Zarządzania strategicznego	Poprzez relacje inwestorskie przedsiębiorstwo jest w stanie przygotować strategię rozwoju, która będzie akceptowana przez jego właścicieli. Uznaje się, że relacje inwestorskie mają zdolność kreowania przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstwa.
Finanse korporacyjne	Relacje inwestorskie są filtrem informacji finansowej, którego głównym zadaniem jest przedstawienie najpełniejszego obrazu sytuacji finansowej przedsiębiorstwa i jego perspektyw rozwoju. IR definiowany jest jako długoterminowe interaktywne relacje pomiędzy przedsiębiorstwem i jego inwestorami indywidualnymi i instytucjonalnymi, a ich główną funkcją jest przewidywanie i ocena wpływu na rynki kapitałowe działań podejmowanych przez przedsiębiorstwa
Zintegrowane	Relacje inwestorskie łączą public relations i finanse korporacyjne w celu poprawy wyceny rynkowej akcji i budowy reputacji przedsiębiorstwa w długim horyzoncie czasowym.

Źródło: opracowanie na podstawie G. Łukasik, *Relacje inwestorskie spółek kapitałowych*, Warszawa 2013.

⁶ T. Czerwińska, *Relacje inwestorskie w spółkach notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, Prace i Materiały Wydziału Zarządzania, Inwestycje i Nieruchomości nr 1, Gdańsk 2004, s. 75.

⁷ K. Mamcarz, *Inwestorski marketing-mix, Instrumenty sygnalizacji w komunikacji z inwestorami*, Warszawa 2012, s. 74.

Relacje inwestorskie w obliczu zachodzących zmian przestają być tylko instrumentem raportowania wartości, ale same zaczynają być ważnym jej generatorem. Badania prowadzone przez światowe firmy consultingowe nie pozostawiają wątpliwości, bowiem decyzje inwestycyjne w 40% zależą od czynników niefinansowych, czyli tego czy spółka umie przekonać do siebie inwestorów o słuszności obranej strategii, kompetencji zarządu, potencjału rozwoju, czy źródłach spłaty zadłużenia⁸. Ponadto należy zaznaczyć, że relacje inwestorskie są dobrze postrzegane, jeśli spółka udostępnia również informacje niewymagane prawem, co obniża ryzyko estymacji. Bywa jednak, że spółki ograniczają się do przekazywania tylko danych wymaganych przepisami prawa⁹.

3. FUNKCJE I NARZĘDZIA IR

Różnorodność pojęć definicyjnych sprawia, że funkcje relacji inwestorskich są rozpatrywane wieloaspektowo z uwzględnieniem różnych obszarów funkcjonowania przedsiębiorstwa. Zakres tych funkcji zależy od celów przypisanych konkretnym obszarom działania przedsiębiorstwa.

Relacje inwestorskie pełnią funkcję zarządczą, co oznacza, że dostarczają informacji zwrotnej płynącej z otoczenia, która jest podstawą podejmowania decyzji i planowania strategicznego. Dzięki interakcji z inwestorami możliwe jest opracowanie planów działania przez nich akceptowanych. Funkcja marketingowa IR przejawia się w kształtowaniu pozytywnego wizerunku przedsiębiorstwa za pomocą długoterminowych relacji z jego interesariuszami. Funkcja komunikacji pozwala z kolei realizować cele strategii komunikacji korporacyjnej w odniesieniu do uczestników rynku finansowego, tak aby zredukować asymetrię informacji. Funkcja prawna relacji inwestorskich związana jest z koniecznością wypełniania obowiązków informacyjnych w związku z uzyskaniem statusu spółki publicznej. Natomiast funkcja finansowa przejawia się w działaniach zmierzających do pozyskania kapitału ze źródeł zewnętrznych przy jak najniższym jego koszcie, jak również w działaniach stabilizujących wycenę rynkową przedsiębiorstwa¹⁰.

Wykorzystane relacji inwestorskich wiąże się bezpośrednio z odpowiednimi narzędziami, które można klasyfikować według wielu kryteriów. Jednym z nich jest podział ze względu na sposób przekazywania informacji tj. narzędzia komunikacji bezpośredniej, pośredniej i elektronicznej.

Komunikacja bezpośrednia to taka, kiedy dochodzi do fizycznego spotkania pomiędzy przedstawicielami emitenta a inwestorami. W jej ramach wyróżniamy następujące narzędzia:

- walne zgromadzenie akcjonariuszy – zebranie akcjonariuszy spółki, którzy chcą wziąć udział w podejmowaniu kluczowych decyzji. Podczas tego spotkania podejmowane są uchwały mające wpływ na przyszłość spółki, jest też moment na bezpośrednie pytania skierowane do zarządu czy rady nadzorczej obecnych na walnym;
- spotkania otwarte, spotkania 1-1, road shows – wszelkie spotkania mające na celu przedstawienie aktualnej sytuacji spółki, nie zawsze mające charakter tzw. *deal road*

⁸ M. Remisiewicz, *Nowe technologie w relacjach inwestorskich* [w:] *Metody wyceny spółki, perspektywa klienta i inwestora*, red. M. Panfil, A. Szablewski, Warszawa 2009, s. 595.

⁹ T. Rawicki, *Obniżenie kosztu kapitału przez relacje inwestorskie*, *Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie* 2012, nr 2, Warszawa 2012, s. 46.

¹⁰ G. Łukasik, *Relacje inwestorskie spółek kapitałowych*, Warszawa 2013, s. 16–17.

shows, czyli spotkań związanych z pozyskiwaniem kapitału. Narzędzie przeznaczone głównie dla inwestorów instytucjonalnych;

- konferencje domów maklerskich – spotkania organizowane przez domy maklerskie, kiedy to np. prezentują się spółki z danej branży. Narzędzie przeznaczone *de facto* tylko dla inwestorów instytucjonalnych;
- dni otwarte – spotkania zarządu spółki głównie z inwestorami indywidualnymi, powiązane ze zwiedzaniem przedsiębiorstwa i prezentacją na temat aktualnej strategii spółki i jej planów.

Pośrednie narzędzia komunikacji to takie, gdy wykorzystywane są stworzone dokumenty, aby można było z nich czerpać wiedzę. Zakres części dokumentów jest regulowany odpowiednimi przepisami prawa. Do tych narzędzi zaliczamy:

- raporty okresowe – publikowane według wymogów prawnych raporty podsumowujące wyniki finansowe kwartału, półrocza czy roku. Nie powinny tam się zawierać jedynie informacje wymagane prawem, ale też dodatkowe dane pozwalające zapoznać się ze stanem emitenta¹¹. Ponadto roczny raport podlega badaniu przez biegłego emitenta, a półroczny podlega tak zwanemu przeglądowi przez biegłego¹²;
- raporty bieżące – przekazywanie do publicznej wiadomości kluczowych informacji dotyczących danego emitenta takich jak np. zawarcie istotnych umów. W tym celu w Polsce wykorzystywany jest specjalny system ESPI, który służy równemu dostępowi do raportów bieżących;
- list do akcjonariuszy – informacja od prezesa zarządu spółki z podsumowaniem danego roku zamieszczana w raporcie rocznym;
- komunikaty do mediów – informacje komentujące kluczowe wydarzenia w spółce, wyjaśniające zdarzenia w sposób bardziej przejrzysty z wykorzystaniem marketingu, rozsyłane do kluczowych mediów finansowych;
- wywiady prasowe – autoryzowane wypowiedzi zarządu firmy dotyczące bieżących spraw w spółce;
- prospekt emisyjny – dokument publikowany w związku z przeprowadzeniem emisji akcji, obligacji lub wprowadzeniem akcji do publicznego obrotu. Wcześniej zatwierdzany przez Komisję Nadzoru Finansowego. Zawiera kluczowe informacje o spółce oraz ryzyka inwestowania.

Narzędzia pośrednie przekształcane są w narzędzia komunikacji elektronicznej, szczególnie chodzi tutaj o zastępowanie chociażby wersji papierowych dokumentów, takich jak raporty okresowe czy prospekt emisyjny. Ich główną zaletą jest dotarcie do zdecydowanie większego grona zainteresowanych inwestorów. Do narzędzi tego typu zaliczamy:

- telekonferencje – instrument przeznaczony do kontaktu głównie z inwestorami instytucjonalnymi, czy to lokalnymi czy zagranicznymi, zarząd podczas takiego spotkania omawia telefonicznie sytuację spółki oraz odpowiada na pytania;
- newslettery i mailingi – regularny kontakt email w stałej formie z bazą odbiorców, służy podsumowaniu aktualnej sytuacji w spółce;
- media społecznościowe – wykorzystywanie kanałów takich jak twitter i facebook do informowania o aktualnych ważnych wydarzeniach;

¹¹ M. Marcinkowska, *Roczny raport z działań i wysiłków przedsiębiorstwa*, Kraków 2004, s. 65.

¹² G. Świdorska, *Jak czytać sprawozdanie finansowe*, Warszawa 2013, s. 44.

- zakładka IR na stronie internetowej – centrum wiedzy na temat spółki, jej sytuacji, planach rozwoju dostępna z głównej strony internetowej firmy lub pod innym adresem;
- udostępnianie danych finansowych w formule XBRL – udostępnianie danych finansowych w formacie pliku, który umożliwia ich łatwe wykorzystanie w arkuszu kalkulacyjnym, co ułatwia tworzenie modeli, czy prowadzenie analiz;
- czaty internetowe – spotkania internetowe głównie z inwestorami indywidualnymi, na których zarząd tłumaczy bieżącą sytuację odpowiadając na pytania;
- transmisje wideo – narzędzie umożliwiające dotarcie do większej grupy odbiorców, przykładem są relacje ze spotkania wynikowe czy inne konferencje poświęcone spółce, czasami połączone z możliwością zadawania pytań dla osób je oglądających.

4. ZASTOSOWANIE NARZĘDZI KOMUNIKACJI W BADANIU

Rosnąca wiedza oraz świadomość inwestorów wymusza na spółkach notowanych na rynku kapitałowym upublicznianie rzetelnych informacji. Konsekwencją tego zjawiska jest rosnąca waga relacji inwestorskich, w tym dostarczania aktualnych informacji dotyczących finansowo ekonomicznych aspektów funkcjonowania podmiotów. Powyższe dotyczy tak samo akcjonariuszy (*shareholders*), jak również inwestorów posiadających dłużne instrumenty finansowe (*debt investors*). Z badań przeprowadzonych nad oczekiwaniami akcjonariuszy oraz obligatariuszy co do zakresu relacji inwestorskich wynika, że 80–90% informacji wymaganych przez obie grupy jest zbieżne¹³.

Badacze naukowych w zakresie finansów od dziesięcioleci nurtuje pytanie o odpowiednie proporcje w kapitałach własnych i obcych w finansowaniu przedsiębiorstw. Jest to znany problem badawczy dotyczące samej struktury kapitałów, jej zmian w czasie oraz wpływu na wyniki finansowe¹⁴. Publiczne emisje obligacji prowadzone są na podstawie prospektów emisyjnych, które zatwierdzane są przez Komisję Nadzoru Finansowego. Sama procedura trwa kilka miesięcy, wymaga zaangażowania kancelarii prawnej, domu maklerskiego oraz doradców finansowych¹⁵. Oczywiście wiąże się to z kosztami, dlatego tego typu procesy zarezerwowane są dla dużych firm, które mogą przeprowadzić emisję obligacji o wartości kilkunastu czy kilkudziesięciu milionów złotych. Zatwierdzony prospekt emisyjny jest ważny 12 miesięcy, zatem spółki decydują się na rozłożenie emisji obligacji na kilka serii w zależności od zapotrzebowania na kapitał oraz zgłaszanego przez inwestorów popytu. Na przestrzeni ostatnich trzech lat zainteresowanie publicznymi emisjami obligacji rośnie. Szczególnie dało się to zauważyć po kryzysie w 2008 roku. W okresie przedkryzysowym większość przedsiębiorców, jeśli w ogóle brała pod uwagę potrzebę dywersyfikacji źródeł finansowania, to uważała, że polega na współpracy z kilkoma bankami, co powinno zapew-

¹³ D. Kempchen, A. Koeser, R. Mehta, V. Radzysinski, D. Thuer, *Fixed Income Investor Relations – How to Communicate with Debt Holders?* [w:] *Investor Relations management*, red. M. Mietzner, Hamburg-Muenchen 2008, s. 74.

¹⁴ S. Lisek, *Struktura kapitału w małopolskich spółkach giełdowych i jej wpływ na ich wyniki* [w:] *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, Szczecin 2017, s. 83–91.

¹⁵ K. Gemra, *Inwestorzy indywidualni na rynku Catalyst* [w:] *Finanse przedsiębiorstwa. Możliwości i ograniczenia finansowe*, red J. Grzywacz, Warszawa 2018, s. 239–241.

nić stabilność i bezpieczeństwo finansowania¹⁶. Dane dotyczące publicznych emisji zawiera tabela 2.

Emitenci w 2015 roku pozyskali z publicznych emisji 558 mln zł. Rok później było to już 1,48 mld zł, a w kolejnym roku 1,87 mld zł. Jednocześnie rośnie liczba prowadzonych emisji i liczba emitentów. Tego typu emisje głównie przeznaczone są do inwestorów indywidualnych, którzy za pomocą rachunków maklerskich kupują obligacje danych emitentów.

Tabela 2. Prowadzone publiczne emisje obligacji w latach 2015–2017

1.01.2015 r. – 31.12.2015 r.		1.0.1.2016 r. – 31.12.2016 r.		1.0.1.2017 r. – 31.12.2017 r.	
Emitent	Wartość emisji (w zł)	Emitent	Wartość emisji (w zł)	Emitent	Wartość emisji (w zł)
Best	35 000 000	Best	40 000 000	GPW	60 000 000
Best	20 000 000	Ghelamco Invest	50 000 000	Best	30 000 000
Capital Park	11 100 000	Kruk	65 000 000	GNB	55 000 000
Getin Noble Bank	50 000 000	Ghelamco Invest	30 000 000	BEST	60 000 000
Murapol	30 000 000	Getin Noble Bank	35 000 000	GNB	55 000 000
Capital Park	35 000 000	Best	50 000 000	GetBack	60 000 000
Ghelamco Invest	50000000	Alior Bank	150 000 000	GNB	62 000 000
Kruk	20000000	Ghelamco Invest	50 000 000	GNB	40 000 000
PCC Rokita	20 000 000	Getin Noble Bank	35 000 000	Best	60 000 000
Polnord	50 000 000	Alior Bank	70 000 000	PCC Rokita	25 000 000
Ghelamco Invest	30 000 000	PCC Rokita	25 000 000	GNB	40 000 000
Capital Park	1 883 700	PCC Rokita	20 000 000	Echo	100 000 000
Best	60 000 000	Kruk	135 000 000	GetBack	40 000 000
Murapol	30 000 000	Getin Noble Bank	50 000 000	GNB	40 000 000
Ghelamco Invest	50 000 000	Bank Pocztowy	50 000 000	PCC Rokita	25 000 000
Kruk	30 000 000	PCC Exol	20 000 000	GetBack	40 000 000
Getin Noble Bank	35 000 000	Kruk	65 000 000	GNB	40 000 000

16 M. Kempny, *Analiza ryzyka inwestycji w obligacje przedsiębiorstw notowanych na Catalyst. Wyniki badań empirycznych*, Zeszyty i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów, nr 145, Warszawa 2015, s. 55.

Tabela 2. (cd.)

1.01.2015 r. – 31.12.2015 r.		1.0.1.2016 r. – 31.12.2016 r.		1.0.1.2017 r. – 31.12.2017 r.	
Emitent	Wartość emisji (w zł)	Emitent	Wartość emisji (w zł)	Emitent	Wartość emisji (w zł)
–		Ghelamco Invest	30 000 000	PKN Orlen	200 000 000
		Ghelamco Invest	50 000 000	MCI.PV	30 000 000
		Getin Noble Bank	60 000 000	Echo	125 000 000
		PCC Rokita	25 000 000	GNB	25 000 000
		Getin Noble Bank	40 000 000	PCC Rokita	25 000 000
		PCC Exol	25 000 000	Echo	75 000 000
		Kruk	35 000 000	GetBack	25 000 000
		Ghelamco Invest	20 000 000	MCI.PV	40 000 000
		Best	50 000 000	PCC Exol	25 000 000
		Getin Noble Bank	40 000 000	Best	60 000 000
		PCC Rokita	25 000 000	PKN Orlen	200 000 000
		Ghelamco Invest	25 000 000	Alior Bank	150 000 000
		Ghelamco Invest	35 000 000	Kredyt Inkaso	30 000 000
		Getin Noble Bank	40 000 000	PCC Rokita	30 000 000
		Kruk	40 000 000	–	
		Getin Noble Bank	4 000 000		

Źródło: opracowanie własne.

W związku z tym, że główną grupą odbiorców są inwestorzy indywidualni to emitenci muszą do nich dotrzeć za pomocą odpowiednich narzędzi. Główne narzędzia komunikacji, jakie wykorzystywane są w projektach publicznych emisji obligacji zawiera tabela 3.

Emitenci wykorzystują w zależności od potrzeb różne narzędzia. Są one związane ze specyfiką prowadzenia projektów emisji publicznych. Otóż bardzo ważną kwestią jest to, że prospekt emisyjny jest ważny 12 miesięcy, w czasie których dochodzi do kilku serii emisji. Oznacza to, że część narzędzi wykorzystywana jest w czasie całego procesu, a część tylko w momentach trwania zapisów na obligacje. W tabeli 4 zaprezentowano, z jakich narzędzi korzystali poszczególni emitenci. Każdy z nich musiał opublikować prospekt emisyjny, zatem to narzędzie zostało pominięte w tabeli 4.

Tabela 3. Narzędzia komunikacji wykorzystywane przy publicznych emisjach obligacji

Rodzaj narzędzia	Opis
Prospekt emisyjny	Główny dokument związany z publiczną emisją zawierający informacje dotyczące spółki, jej finansów, ryzyk prawnych. Udostępniany w formie elektronicznej na stronie internetowej spółki, czasami udostępniany również w wersji drukowanej.
Konferencja prasowa	Spotkanie z przedstawicielami mediów inaugurujące program publicznej emisji obligacji, zazwyczaj odbywa się tuż po zatwierdzeniu prospektu emisyjnego przez KNF. Służy wygenerowaniu publikacji w mediach przedstawiających kluczowe informacje o programie.
Transmisja video	Relacja wideo z konferencji prasowej, przeznaczona dla zainteresowanych inwestorów indywidualnych.
Komunikat do mediów	Ważna część komunikacji związanej z publiczną emisją. W komunikatach emitent narzuca swój przekaz, dodatkowo zamieszcza komentarz zarządu do cytowania w materiałach przygotowywanych przez prasę.
Wywiad prasowy	Skierowany do mediów, które chcą pogłębić informacje na temat całego procesu, zawsze wiąże się z autoryzacją wypowiedzi, szczególnie ze strony prawników obsługujących cały proces.
Raporty bieżące	Informacje w czasie trwania zapisów na obligacje, które spełniają kryterium cenotwórczości.
Kampania reklamowa	Działania mające na celu zainteresowanie inwestorów ofertą, wykorzystuje się banery i mailingi w serwisach internetowych, reklamę w prasie drukowanej, ale też reklamę w serwisach transakcyjnych domów maklerskich.
Media społecznościowe	Narzędzie do komunikacji zarówno z inwestorami jak i dziennikarzami, wykorzystywane głównie są twitter, facebook czy linkedin.
Czat internetowy	Służy rozmowie emitenta z inwestorami indywidualnymi, organizowany w specjalnych serwisach internetowych grupujących inwestorów indywidualnych.
Dedykowana strona internetowa lub zakładka na stronie emitenta	Strona grupująca wszystkie kluczowe informacje, łącznie z prospektem emisyjnym oraz informacjami, w jakich punktach obsługi klientów można zapisać się na obligacje.
Dzień otwarty	Spotkanie organizowane z inwestorami indywidualnymi połączone ze zwiedzaniem zakładu i rozmową z zarządem.
Newslettery i mailing	Kontakt z inwestorami indywidualnymi poprzez wcześniej stworzoną bazę chętnych do otrzymywania tego typu informacji.

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 4. Narzędzia komunikacji wykorzystane przez emitentów publicznych emisji w latach 2015–2017

Emitent	Wykorzystane narzędzia
Best	Konferencja prasowa, komunikat do mediów, wywiad prasowy, raporty bieżące, kampania reklamowa, media społecznościowe, czat internetowy, dedykowana strona, mailing.
Capital Park	Konferencja prasowa, komunikat do mediów, wywiad prasowy, raporty bieżące, kampania reklamowa, dedykowana strona, mailing.
Getin Noble	komunikat do mediów, wywiad prasowy, raporty bieżące, kampania reklamowa, dedykowana strona, mailing.
Murapol	komunikat do mediów, wywiad prasowy, raporty bieżące, kampania reklamowa, dedykowana strona, mailing.
Ghelamco	Konferencja prasowa, komunikat do mediów, wywiad prasowy, raporty bieżące, kampania reklamowa, czat internetowy, dedykowana strona, mailing.
Kruk	Konferencja prasowa, komunikat do mediów, wywiad prasowy, raporty bieżące, kampania reklamowa, media społecznościowe, czat internetowy, dedykowana strona, dzień otwarty, mailing.
PCC Rokita	Konferencja prasowa, komunikat do mediów, wywiad prasowy, raporty bieżące, kampania reklamowa, media społecznościowe, czat internetowy, dedykowana strona, dzień otwarty, mailing.
Polnord	Konferencja prasowa, komunikat do mediów, wywiad prasowy, raporty bieżące, kampania reklamowa, dedykowana strona, mailing.
Alior Bank	Konferencja prasowa, komunikat do mediów, wywiad prasowy, raporty bieżące, kampania reklamowa, media społecznościowe, czat internetowy, dedykowana strona, dzień otwarty, mailing.
Bank Pocztowy	Konferencja prasowa, transmisja video, komunikat do mediów, wywiad prasowy, raporty bieżące, kampania reklamowa, media społecznościowe, czat internetowy, dedykowana strona, mailing.
PCC Exol	Konferencja prasowa, komunikat do mediów, wywiad prasowy, raporty bieżące, kampania reklamowa, media społecznościowe, czat internetowy, dedykowana strona, dzień otwarty, mailing.
GetBack	Konferencja prasowa, komunikat do mediów, wywiad prasowy, raporty bieżące, kampania reklamowa, dedykowana strona, mailing.
Echo	Konferencja prasowa, komunikat do mediów, wywiad prasowy, raporty bieżące, kampania reklamowa, media społecznościowe, czat internetowy, dedykowana strona, mailing.
PKN Orlen	Konferencja prasowa, komunikat do mediów, wywiad prasowy, raporty bieżące, kampania reklamowa, media społecznościowe, dedykowana strona, mailing.
MCI.PV	Konferencja prasowa, komunikat do mediów, wywiad prasowy, raporty bieżące, kampania reklamowa, media społecznościowe, czat internetowy, dedykowana strona, mailing.
Kredyt Inkaso	Konferencja prasowa, komunikat do mediów, wywiad prasowy, raporty bieżące, kampania reklamowa, media społecznościowe, czat internetowy, dedykowana strona, mailing.

Źródło: opracowanie własne.

Zazwyczaj początek całego procesu związany jest z zapowiedzią prowadzenia publicznej emisji. Wiąże się to z informacją, że dany emitent złożył prospekt emisyjny do Komisji Nadzoru Finansowego i chce przeprowadzić publiczną emisję obligacji. Wówczas korzysta się z komunikatów prasowych wysyłanych mediom, ewentualnie prowadzi się wywiad z przedstawicielem redakcji zainteresowanej tematyką. Następnie przełomowym momentem jest zatwierdzenie prospektu przez KNF. Wówczas publikuje się kolejny komunikat prasowy z tą informacją oraz publikuje się sam prospekt emisyjny w formie elektronicznej na stronie internetowej emitenta i zaprasza na konferencję prasową dziennikarzy zainteresowanych tą tematyką.

Z analizy przeprowadzonej w tabeli 4 wynika, że emitenci nie wykorzystują transmisji online do komunikacji. Wydaje się, że czynnikiem wpływającym na taką decyzję mogą być obostrzenia prawne oraz obawa przed brakiem kontroli przekazu. Wszyscy natomiast organizowali konferencje prasowe dla przedstawicieli mediów, na której przedstawiane są plany dotyczące wykorzystania środków z emisji, warunki, na jakich emitowane są obligacje oraz szczegóły techniczne odnoszące się do emisji. Wówczas część emitentów rozdaje przedstawicielom mediów prospekt emisyjny w formie papierowej. Zazwyczaj kilka dni po publikacji prospektu rozpoczyna się kampania reklamowa dotycząca pierwszej emisji w ramach całego programu. Stosuje się wówczas na starcie komunikat prasowy kierowany do mediów ze szczegółami dotyczącymi zapisów, prowadzi działania reklamowe w serwisach internetowych czy prasie drukowanej, prowadzi chat z przedstawicielem emitenta, czy rozsyła mailingi. To wszystko dzieje się w czasie trwania zapisów. Po nich, jeżeli emisja dochodzi do skutku publikowany jest raport bieżący podsumowujący emisję, wysyłany jest kolejny komunikat prasowy z komentarzem zarządu do emisji. Sekwencja tych zdarzeń się powtarza przy kolejnych emisjach w ramach programu, ale zazwyczaj nie robi się już konferencji prasowych, a chat prowadzi się wówczas jak pojawiają się nowe informacje, takie jak raport okresowy z wynikami finansowymi.

Odminną częścią komunikacji jest okres całego trwania programu emisji. Wówczas wykorzystuje się dedykowaną stronę internetową, na której zamieszcza się ważne informacje, publikuje się komunikaty prasowe tak, aby zyskać zainteresowanie w mediach, w momencie zdarzeń istotnych z perspektywy życia spółki. Z analizy tabeli 4 wynika, że mało popularnym sposobem jest komunikacja bezpośrednia za pomocą dnia inwestora. Organizowały go jedynie PCC Rokita i Kruk¹⁷. Okres pomiędzy emisjami to też moment np. na tworzenie własnej bazy mailingowej inwestorów indywidualnych, którzy są zainteresowani inwestycjami w obligacje danego emitenta¹⁸. Komunikacja wówczas ma rodzaj bardziej pasywny i jest okresem do przygotowywania się do rozpoczęcia zapisów na kolejne serie obligacji.

5. PODSUMOWANIE

Pozyskiwanie kapitału przez przedsiębiorstwa za pomocą publicznych emisji obligacji staje się coraz bardziej popularne. Wymaga ono dotarcia do inwestorów indywidualnych, którzy zechcą zainwestować swoje oszczędności w obligacje danej firmy. Wiąże się to z koniecznością dotarcia do zainteresowanych osób z informacją o prowadzonym projekcie

¹⁷ Prymusem w tej dziedzinie jest PCC Rokita, która raz w roku organizuje dzień otwarty w swoim zakładzie produkcyjnym w Brzegu, na który z całej Polski zjeżdża ponad 200 inwestorów.

¹⁸ Tworzone są specjalne strony internetowe takie jak pccinwestor.pl czy otlinwestor.pl

emisji. W tym celu wykorzystywane są różne narzędzia z zakresu relacji inwestorskich. Naturalne jest to, że spółki wypełniają swoje obowiązki informacyjne wymagane przez przepisy prawa. Natomiast komunikacja jest znacznie szersza i prowadzona jest z wykorzystaniem wielu narzędzi. Przeprowadzona analiza wykorzystywania odpowiednich narzędzi z zakresu relacji inwestorskich przez emitentów pozyskujących kapitał z publicznych emisji wskazała, że korzystają oni głównie z narzędzi online. Prowadzą wprawdzie spotkania dla prasy, ale osobiste wizyty inwestorów w siedzibie emitenta należą do rzadkości. Wykorzystanie narzędzi komunikacji online wynika zapewne z potencjalnie szerokiej bazy inwestorów, do których można dotrzeć w ten sposób. Ponadto badania chociażby Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych prowadzone nad profilem statystycznego inwestora indywidualnego wskazują, że czerpią oni informacje głównie z wykorzystaniem narzędzi internetowych.

Można przypuszczać, że wraz z rozwojem rynku obligacji znaczenie narzędzi komunikacji z inwestorami indywidualnymi będzie rosło. Większa liczba emitentów sprawi, że będą oni musieli zabiegać o inwestorów, a rzetelne informowanie jest do tego najskuteczniejszą drogą.

LITERATURA

1. Czerwińska T., *Relacje inwestorskie w spółkach notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, Prace i Materiały Wydziału Zarządzania, Inwestycje i Nieruchomości, nr 1, Uniwersytet Gdański, Gdańsk 2004.
2. Dziawgo D., *Relacje inwestorskie. Ewolucja, funkcjonowanie, wyzwania*, PWN, Warszawa 2011.
3. Dziawgo L., Dziawgo D., *CSR i IR – niełatwe antidotum na toksyczną bankowość*, „Bezpieczny Bank” 2010, nr 1, Wydawnictwo BFG, Warszawa 2011.
4. Gemra K., *Inwestorzy indywidualni na rynku Catalyst* [w:] *Finanse przedsiębiorstwa. Możliwości i ograniczenia finansowe*, red. J. Grzywacz, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2018.
5. Jensen M., Meckling W., *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics” 1976, Vol. 3, No. 4.
6. Fama E.F., *Agency Problems and the Theory of the Firm*, „Journal of Political Economy” 1980, Vol. 88.
7. Kempchen D., Koeser A., Mehta R., Radzyminski V., Thuer D., *Fixed Income Investor Relations – How to Communicate with Debt Holders?* [w:] *Investor Relations management*, red. Mietzner Mark, DIRK Forschungsreihe, Hamburg-Muenchen 2008.
8. Kempny M., *Analiza ryzyka inwestycji w obligacje przedsiębiorstw notowanych na Catalyst*. Wyniki badań empirycznych, Zeszyty i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów, nr 145, Warszawa 2015.
9. Lisek S., *Struktura kapitału w małopolskich spółkach giełdowych i jej wpływ na ich wyniki*, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2017.
10. Łukasik G., *Relacje inwestorskie spółek kapitałowych*, Difin, Warszawa 2013.
11. Mamcarz K., *Inwestorski marketing-mix, Instrumenty sygnalizacji w komunikacji z inwestorami*, C.H. Beck, Warszawa 2012.

12. Marcinkowska M., *Roczny raport z działań i wysiłków przedsiębiorstwa*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004.
13. Postrach K., *Kierunki poprawy transparentności w spółkach publicznych* [w:] *Ekonomiczne i społeczne problemy nadzoru korporacyjnego*, red. S. Rudolf, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004.
14. Rawicki T., *Obniżenie kosztu kapitału przez relacje inwestorskie*, Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie 2012, nr 2, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2012.
15. Remisiewicz M., *Nowe technologie w relacjach inwestorskich* [w:] *Metody wyceny spółki, perspektywa klienta i inwestora*, red. M. Panfil, A. Szablewski, Poltext, Warszawa 2009.
16. Świdzka G., *Jak czytać sprawozdanie finansowe*, Difin, Warszawa 2013.

INVESTOR RELATIONS TOOLS FOR PUBLIC BOND ISSUES

The article deals with the usage of investor relations tools in communication during public issue of bonds. It discusses the topic of how issuers conduct activities aimed at communicating with individual investors, which in turn translates into their activity in the field of investment in bonds. The article presents also the essence of investor relations. Article includes review of definitions regarding investor relations and a look at this theme from various fields related to how company is functioning. In addition, tools that are used within their framework are classified and characterized. The tools were divided into indirect, direct and electronic ones. Next, the article presents data about public issue of bonds that were carried out between 2015–2017 presenting individual series of bonds and their issuers. Conducted study, using the secondary data analysis method, shows how issuers communicate with individual investors during their broadcasting projects. In the course of the analysis, it was established that raising capital through public bond issues is becoming more and more popular. This requires reaching investors, which makes it necessary to conduct communication activities. Most of the issuers use similar tools to communicate their projects and apply their entire, not limited range to selected ones. The article describes individual tools that are used in business practice. Due to the ease and wide availability for investors, these are mainly electronic tools.

Keywords: investor relations, bonds, public issue.

DOI: 10.7862/rz.2018.mmr.25

Tekst złożono do redakcji: maj 2018 r.

Tekst przyjęto do druku: wrzesień 2018 r.

