



ELŻBIETA KRÓLIKOWSKA*, AGATA SIERPIŃSKA-SAWICZ**

Rodzaje kowenantów zawartych w programach emisji obligacji w spółkach węglowych

Wprowadzenie

Wyniki ekonomiczne branży górniczej w dużym stopniu uzależnione są od cyklu koniunkturalnego, a przede wszystkim od wahań cen stali, węgla i koksu. Ta cykliczność w kształtowaniu się cen surowców ma bezpośredni wpływ na potencjał realizowanych przepływów pieniężnych. Dobór odpowiednich źródeł finansowania pozyskanych we właściwym czasie z optymalnymi kowenantami pozwala ograniczyć ryzyko związane z cyklicznością i jego wpływ na wyniki finansowe przedsiębiorstw.

W ostatnich latach przedsiębiorstwa górnicze wybierały różne strategie finansowe, które miały niwelować skutki wahań cen surowców oraz kursów walut powodujących powstawanie deficytu środków pieniężnych. Presja spółek na obronę przed ryzykiem związanym z tymi wahaniami przybierała różne kierunki: od kumulowania środków pieniężnych w okresie koniunktury (strategia konserwatywna) do handlu instrumentami pochodnymi na rynkach finansowych (strategia agresywna). Ta druga praktyka nie przyjęła się szerzej w branży górniczej ze względu na to, że może ograniczać potencjalne tendencje rozwojowe, chociaż jest powszechnie stosowana w innych gałęziach przemysłu. Strategia finansowa w przedsiębiorstwach górniczych w ostatnim czasie jest związana z emisją obligacji o wysokiej rentowności na międzynarodowych rynkach długu. Instrument ten ma stanowić przeciwwagę do tradycyjnych kredytów bankowych. Powszechnie uważa się ponadto,

* Dr, Jastrzębska Spółka Węglowa, Jastrzębie-Zdrój; e-mail: ekrolikowska@op.pl

** Dr, Uniwersytet Ekonomiczny, Poznań; e-mail: agata.sierpinska-sawicz@ue.poznan.pl

że związane z długiem bankowym kowenanty, czyli szczególne warunki umów kredytowych, są o wiele bardziej restrykcyjne niż te zastosowane dla innych instrumentów dłużnych, w tym również obligacji.

Przedsiębiorstwa górnicze ograniczyły wykorzystanie kredytów bankowych z uwagi na bariery w dostępie do linii kredytowych, wzrost wymagań ze strony banków dotyczących zabezpieczeń, zwiększenie kosztów finansowych obsługi długu oraz wzrost ryzyka upadłości podmiotów branży górniczej (Kustra 2010).

Analizując literaturę przedmiotu można postawić hipotezę, że ilość i restrykcyjność kowenantów jest ściśle skorelowana z rodzajem instrumentu finansowego oraz sytuacją ekonomiczno-finansową podmiotu, który będzie emitował dług oraz sytuacją branży, w której przedsiębiorstwo funkcjonuje. W artykule zilustrowane zostały rodzaje kowenantów, które są wykorzystywane w programach emisji obligacji oraz czynniki wpływające na ich dobór.

1. Istota kowenantów i ich rodzaje

W strukturze źródeł finansowania działalności przedsiębiorstw istotny udział mają wszelkiego rodzaju długi. Struktura ta powinna być dostosowana do charakteru prowadzonej działalności oraz potrzeb rozwojowych. W celu finansowania przedsięwzięć rozwojowych firmy sięgają po środki z emisji obligacji. Duże podmioty gospodarcze plasują kolejne emisje obligacji na rynkach międzynarodowych. Czynnikiem przemawiającym za wyborem obligacji, jako źródła finansowania działalności przedsiębiorstw jest to, że instytucje kredytowe generalnie niechętnie finansują firmy znajdujące się w trudnej sytuacji finansowej. Do takich podmiotów okresowo należą spółki górnicze ze względu na wahania cen surowców pod wpływem zmian koniunktury gospodarczej.

Wykorzystanie przez przedsiębiorstwa finansowania w formie obligacji posiada wiele zalet. Są to m.in. (Sierpińska i Bąk 2013):

- ◆ duża pojemność i płynność międzynarodowych rynków obligacji, pozwalająca na uzyskanie finansowania przewyższającego możliwości rynku krajowego,
- ◆ możliwość oferowania obligacji dla szerokiego grona inwestorów, w tym potencjalnie dla największych światowych inwestorów obligacyjnych, co stwarza warunki dla poniesienia relatywnie niskich kosztów pozyskania kapitału,
- ◆ ułatwione pozyskanie dodatkowego finansowania w przyszłości – możliwa jest emisja nowego długu na podstawie tej samej dokumentacji co pierwotna emisja,
- ◆ emisja nowych obligacji może być zrealizowana w znacznie krótszym czasie niż emisja pierwotna ze względu na znajomość spółki wśród inwestorów,
- ◆ uzyskanie ratingu kredytowego oraz finansowania od największych światowych inwestorów dodatkowo zwiększa wiarygodność spółki wśród krajowych i zagranicznych inwestorów, w tym inwestorów akcyjnych,
- ◆ emisja obligacji nie spowoduje rozwodnienia akcji lub udziałów dla dotychczasowych właścicieli, a tym samym uszczuplenia ich praw właścicielskich.

Oprócz wymienionych zalet emisja obligacji wiąże się z szeregiem warunków zawartych w umowach obligacyjnych – tzw. kowenantów – niekiedy utrudniających funkcjonowanie przedsiębiorstw. Problem kowenantów jest szczególnie ważny w warunkach ograniczenia kredytów i potrzeby pozyskania środków na finansowanie realizacji rozpoczętych przedsięwzięć inwestycyjnych oraz finansowanie działalności operacyjnej. Banki w obecnej sytuacji gospodarczej są bowiem bardzo ostrożnymi kapitałodawcami. Udzielone finansowanie wiąże się z ostrymi warunkami finansowymi oraz parametrami kredytowymi. Preferencyjnie traktuje się firmy prowadzące działalność w stabilnych finansowo krajach. Mniejsza chęć do negocjacji występuje w zakresie transakcji z firmami z rynku surowcowego, gdzie kredytodawcy nie akceptują ekspozycji na wahania cen surowców. W związku z tym wiele firm rezygnuje z korzystania z kredytów bankowych na rzecz nowocześniejszych instrumentów, takich jak obligacje. Niemniej jednak, ostre kowenanty pojawiają się we wszystkich instrumentach dłużnych zarówno w umowach kredytowych jak i obligacyjnych.

Kowenanty to klauzule, które zobowiązują firmę do podejmowania lub nie podejmowania określonych działań do czasu wykupu wyemitowanych obligacji. Mogą one obejmować zarówno zakazy, jak i nakazy dotyczące sytuacji finansowej, majątkowej, inwestycyjnej oraz prawnej emitenta. Kowenanty stosowane są również w obszarze dodatkowych zabezpieczeń emisji, obowiązków informacyjnych, czy struktury własności. Wszystkie mają na celu ograniczenie ryzyka niewypłacalności emitenta, a w przypadku ich nieprzestrzegania, mogą dawać prawo żądania przedterminowego wykupu posiadanych przez inwestora obligacji lub w inny sposób ograniczać ryzyko obligatariuszy, albo wynagradzać ich za zwiększone ryzyko np. poprzez uzyskanie praw do dodatkowych premii, marż czy innych profitów ze strony emitenta (Pauka i Śmieja 2013a). Głównym uzasadnieniem występowania kowenantów w umowach finansowych jest konflikt interesów występujący pomiędzy akcjonariuszami a kredytodawcami. Ten konflikt wynika z działań podejmowanych przez menedżerów działających w imieniu akcjonariuszy, które mają negatywny wpływ na wartość firmy, jak również na wartość rynkową zaciągniętych zobowiązań (Bazzana i in. 2014).

Kowenanty dla tradycyjnych produktów bankowych gwarantują bankowi udostępnianie aktualnych informacji o kredytobiorcy oraz dokumentów własnościowych i finansowych dotyczących transferu udziałów lub zawartych umów ubezpieczenia. Niejednokrotnie banki wymagają też niezwłocznego informowania przez kredytobiorcę o wystąpieniu pewnych zdarzeń, np. o niewywiązywaniu się przez dłużnika z jakichkolwiek obowiązków wobec innego wierzyciela. W przypadku kredytów bankowych kowenanty finansowe bazują na miernikach oceny kondycji ekonomicznej kredytobiorcy, określają dopuszczalne limity wartości kapitału własnego firmy (akceptowalne minimum) oraz poziomu kredytowania (maksymalna wartość zadłużenia). Zmiana kowenantów może wiązać się z żądaniem sprzedaży aktywów, zablokowaniem wypłaty dywidendy, podwojeniem marży kredytowej, dodatkową prowizją za zmianę zapisu w umowie (Goniszewski 2010).

O ile z punktu widzenia kredytobiorcy uciążliwym wydać się może przestrzeganie wszystkich warunków umów, to w przypadku obligacji obligatariusz może sobie zastrzec, aby obligacje posiadały wybrane cechy i były np. traktowane równorzędnie pod względem

prawa do wypłaty ze wszystkimi obecnymi i przyszłymi instrumentami dłużnymi emitenta, uprzywilejowane pod względem prawa do wypłaty, skutecznie podporządkowane względem wszelkich obecnych i przyszłych instrumentów dłużnych emitenta, zabezpieczonych majątkiem i aktywami, bądź bezwarunkowo poręczone przez poręczycieli na zasadzie niezabezpieczonych obligacji uprzywilejowanych.

Emisja obligacji nakłada na emitenta konieczność dotrzymania szeregu warunków. Ogólnym założeniem jest, że emitent obligacji odpowiada za realizację zobowiązań z ich tytułu całym swoim majątkiem. Dokumentacja obligacji (w przypadku sporządzenia dokumentacji przy uwzględnieniu prawa amerykańskiego będzie to Indenture) zawiera szereg obowiązków (kovenantów) poza zapłatą odsetek i wykupem obligacji w terminie ich zapadalności. Kowenanty (*covenants*) dotyczą m.in. takich kwestii jak: zakaz zaciągania dodatkowego zadłużenia poza wskazanymi limitami (tzw. *baskets*), zakaz zbywania akcji i udziałów w znaczących spółkach zależnych, zakaz zbywania znaczących aktywów, obowiązek utrzymywania odpowiednich wskaźników finansowych, ograniczenia w dokonywaniu transakcji z podmiotami powiązаныmi itd. Często jako jeden z warunków programu wskazuje się również zmianę kontroli nad emitentem (tzw. *change of control*).

W przypadku emisji obligacji zastosowanie zwyczajowo znajdują kowenanty typu *incurrence*. Z punktu widzenia emitenta programu emisji obligacji ich istotną zaletą jest to, że zabezpieczają one te podmioty przed ryzykiem negatywnego wpływu okoliczności obiektywnych na wystąpienie sytuacji naruszenia postanowień programu emisji (np. zmiana rynkowych cen węgla wywołana spadkiem popytu na ten surowiec). W przypadku kovenantów typu *incurrence* podmioty te ponoszą bowiem odpowiedzialność wyłącznie za te zdarzenia i zachowania, na których wystąpienie miały wpływ. Jest to korzystniejsze – z punktu widzenia emitenta – aniżeli wykorzystanie kovenantów typu *maintenance*. W przypadku – stosowanych zwyczajowo przy umowach kredytów – kovenantów typu *maintenance* zmiana podstawowych wskaźników emitenta, wywołana wystąpieniem okoliczności obiektywnych, skutkować będzie bowiem możliwością wypowiedzenia umowy albo renegocjowania jej warunków.

Już w 1979 roku Smith i Warner przeprowadzili szczegółową analizę umownych ograniczeń związanych z emisją obligacji oraz dokonali ich kwantyfikacji. Stwierdzili oni, że dla każdej firmy istnieje optymalny zbiór kovenantów, który zapewni równowagę między kosztami wdrożenia programu emisji obligacji a kosztami pozyskania kapitału z innych źródeł. Ograniczenia te podzielili na pięć grup:

- ◆ kowenanty dotyczące aktywów (*production/investment covenants*), wprowadzające ograniczenia dotyczące posiadania aktywów finansowych, sprzedaży aktywów oraz aktywności w zakresie fuzji i przejęć,
- ◆ kowenanty dotyczące wypłat dywidend i innych płatności na rzecz właścicieli (*dividend covenants*),
- ◆ kowenanty dotyczące źródeł finansowania (*financing policy covenants*), których głównym celem jest ograniczenie dalszego zadłużania się przedsiębiorstwa,

- ◆ kowenanty określające warunki płatności z obligacji (*covenants modifying the pattern of payoffs*), które dotyczą zwłaszcza okresowej amortyzacji, opcji *call* oraz prawa do zamiany obligacji na akcje emitenta,
- ◆ kowenanty zobowiązujące menedżerów do podjęcia różnych czynności (*bonding covenants*) np. zapewnienia audytu sprawozdań finansowych, stosowania określonych zasad rachunkowości, publikacji raportów okresowych itp.

Ograniczenia te mają wpłynąć na kształtowanie się przepływów pieniężnych i ograniczyć pośrednio aktywność przedsiębiorstwa, np. wypłatę dywidendy, co niewątpliwie wpłynie na decyzje inwestycyjne. Niektóre rodzaje kowenantów powodują uszczerbienie możliwości decyzyjnych firmy i zwiększenie ryzyka upadłości podmiotów gospodarczych, w szczególności można do nich zaliczyć: ograniczenia dotyczące zaciągania pożyczek, emisji kolejnych serii obligacji, restrukturyzacji i sprzedaży majątku, utrzymania ratingu na określonym poziomie, czy też fuzji i przejęć. Utrata elastyczności funkcjonowania prowadząca się do ograniczania inwestycji jest szczególnie niekorzystna dla firm rozwojowych, gdyż może prowadzić do ubytku ich wartości rynkowej.

Badania przeprowadzone przez Reisel (2014) na podstawie analizy 4267 emisji obligacji wyemitowanych przez 1302 spółki amerykańskie w latach 1989–2006 wykazały, że najważniejsze w umowach obligacyjnych są trzy grupy kowenantów:

- ◆ ograniczenia dotyczące działalności finansowej podmiotów gospodarczych (klausule *Negative pledge*, leasing zwrotny, zaciąganie dodatkowych zobowiązań),
- ◆ ograniczenia dotyczące działalności inwestycyjnej i sprzedaży aktywów (podejmowanie ryzykownych inwestycji, sprzedaż aktywów, fuzje i konsolidacje),
- ◆ ograniczenia dotyczące wypłat dywidendy i innych wypłat na rzecz akcjonariuszy.

Kowenanty bazują na parametrach oceny kondycji finansowej kredytobiorcy czy emitenta obligacji. Billet i inni (2007) zaproponowali model złożony z 15 zmiennych, służący do pomiaru kowenantów dotyczących poziomu zadłużenia, poziomu dywidend, ograniczeń związanych dysponowaniem majątkiem, poziomem inwestycji, ograniczeń dotyczących emisji obligacji, utrzymania zysku na określonym poziomie, fuzji i przejęć, utrzymania ratingu. Pauka i Śmieja (2013b) podkreślają za innymi autorami, że firmy z większą liczbą efektywnych kowenantów są mniej narażone na bankructwo, gdyż zarządy z powodu kowenantów muszą unikać ryzykownych decyzji.

Klausule ograniczające ryzyko obligatariuszy wpisują się w prezentowany w teorii konflikt (problem agencji) między akcjonariuszami a wierzycielami (obligatariuszami), który przejawia się głównie na czterech płaszczyznach (Pauka i Śmieja 2013a):

- ◆ Transfer wartości do właścicieli (*dividend payment*) – dotyczy przede wszystkim wypłaty dywidendy; zwiększenia transferu środków do właścicieli kosztem ograniczenia działalności inwestycyjnej, co może osłabiać wartość zobowiązań. Ostatecznie, jeśli firma pozbedzie się wszystkich aktywów i nadwyżkę płynności przekaże właścicielom, wierzycielom pozostaną nic nie warte zobowiązania emitenta.
- ◆ Rozwodnienie zobowiązań (*claim dilution*) – może wystąpić w sytuacji, gdy emitent obligacji zaciąga kolejne zobowiązania o podobnym albo wyższym priorytecie spłacania.

- ◆ Substytucja aktywów (*asset substitution*) – występuje w sytuacji, gdy emitent obligacji pozyskany kapitał przeznacza na projekty bardziej ryzykowne niż zapowiadał.
- ◆ Niedoinwestowanie (*underinvestment*) – trzeba zauważyć, że już Myers (1977) wskazywał, że część wartości firmy składa się z aktywów niematerialnych w postaci przyszłych okazji inwestycyjnych. Emitenci obligacji mogą w większym stopniu mieć motywację, aby odrzucać projekty o dodatnim NPV. W 1975 roku udział wartości niematerialnych i prawnych w wartości rynkowej spółek S&P500 wynosił niewiele ponad 18%, zaś w 2010 roku było to już 80% (*Intangible Asset... 2011*).

Reisel (2014) w swoich badaniach próbuje odpowiedzieć na pytanie: czy restrykcyjne kowenanty są skutecznymi mechanizmami w łagodzeniu problemów agencji? oraz czy wzrost kosztów długu spowodowany problemami agencji jest znaczący? W wyniku przeprowadzonych badań dostrzega znaczne korzyści związane z obniżeniem kosztów długu jako wynik problemu agencji. Kowenanty dotyczące działalności inwestycyjnej, bądź zaciągania zobowiązań o wyższym priorytecie, obniżają koszty zadłużenia o około 35–75 punktów bazowych. Wyniki te wskazują ponadto, że inwestorzy uważają kowenanty za ważne instrumenty w łagodzeniu problemów agencji i ograniczania kosztów długu. Dodatkowo okazuje się, że szybko rozwijające się firmy oraz firmy z niskim prawdopodobieństwem nieuregulowania zobowiązań obligacyjnych są mniej skłonne do zawierania kowenantów w umowach co sugeruje, że dla tego typu firm koszty kowenantów przewyższają ewentualne korzyści.

2. Metodyka badań i ocena płynności finansowej wybranych spółek górniczych

W celu rozpoznania rodzajów kowenantów zawartych w umowach obligacyjnych przeanalizowano umowy trzech spółek węglowych. Szczegółowej analizie poddane zostały zapisy warunków emisji obligacji dla jednej ze spółek. Nazwa spółki polskiej została utajniona na życzenie zarządu oraz ze względu na poufność niektórych wartości liczbowych zawartych w umowach, stąd nie zostały one podane w artykule. Przeanalizowane rodzaje kowenantów usystematyzowane zostały przy uwzględnieniu kryterium ważności dla obligatariuszy. Zasadnicze znaczenie ma dla nich zdolność spółki do zwrotu długów oparta na poziomie generowanych przepływów pieniężnych oraz płynność finansowa. Parametry te warunkują poziom restrykcyjności kowenantów zapisanych w umowach obligacyjnych.

Do oceny płynności finansowej podmiotów branży węglowej wykorzystano dane czterech spółek. Dane dla spółki polskiej pozyskane zostały z jej sprawozdań finansowych, zaś dane dla porównywalnych spółek zagranicznych – z bazy Thomson Reuters. Firmy te przygotowywały emisję obligacji w tym samym czasie co spółka polska – jednak emisje te nie doszły do skutku. Spółka polska ostatecznie zrezygnowała z emisji obligacji ze względu

na wysokie oprocentowanie obligacji w porównaniu do kosztów kredytów konsorcjalnych, restrykcyjne kowenanty oraz pogorszenie zdolności do obsługi długów spowodowane drastycznym spadkiem cen węgla.

Ocenę płynności finansowej analizowanych spółek oparto na trzech parametrach:

- ◆ *Free Cash Flow* (FCF) – wolne przepływy pieniężne, obejmujące środki pieniężne wygenerowane z działalności operacyjnej w ciągu roku (przepływy te stanowią sumę wyniku finansowego netto powiększonego o amortyzację oraz skorygowanego o środki uwolnione bądź zaangażowane w aktywach obrotowych oraz środki zagospodarowane lub pozyskane w obszarze krótkoterminowych źródeł finansowania).
- ◆ Płynność bieżąca – wskaźnik bieżącej płynności finansowej, stanowiący relację aktywów obrotowych do zobowiązań krótkoterminowych.
- ◆ Płynność szybka – wskaźnik przyspieszonej płynności finansowej, stanowiący iloraz aktywów obrotowych pomniejszonych o zapasy do zobowiązań krótkoterminowych.

Dane zawarte w tabeli 1 prezentują kształtowanie się sytuacji w obszarze płynności finansowej oraz pozycji gotówkowej wybranych przedsiębiorstw górniczych na świecie w cyklu koniunkturalnym. Można przyjąć, że rok 2009 oraz 2014 są dołkami w cyklu

Tabela 1. *Free Cash Flow* oraz wskaźniki płynności finansowej wybranych spółek górniczych w ciągu cyklu koniunkturalnego

Table 1. Free Cash Flows and the current liquidity ratios of selected mining companies during the economic cycle

Spółka	Peabody Energy Corp.			Alpha Natural Resources			Arch Coal Inc			Spółka polska.		
	FCF	płynność bieżąca	płynność szybka	FCF	płynność bieżąca	płynność szybka	FCF	płynność bieżąca	płynność szybka	FCF	płynność bieżąca	płynność szybka
2009	667	1,67	1,42	169	2,29	2,01	33	1,09	bd.	(352)	0,92	0,77
2010	541	1,95	1,74	349	3,08	2,63	355	1,39	0,95	491	1,53	1,30
2011	786	1,65	1,40	93	1,40	1,13	71	1,16	0,79	452	1,89	1,59
2012	529	1,54	1,21	20	1,91	1,58	(76)	3,32	2,68	172	1,74	1,41
2013	394	1,12	0,82	(149)	1,60	1,35	(256)	3,65	3,11	(62)	1,43	1,21
2014	143	1,14	0,70	(522)	1,86	1,62	(120)	2,97	2,60	(264)	0,92	0,42

Źródło: opracowanie własne na podstawie Thomson Reuters, grudzień 2014 oraz kwiecień 2015, FCF dla Peabody Energy, Alpha Natural i Arch w mln USD, Spółka polska w mln USD, przeliczenia PLN dokonano na podstawie średnich kursów walut NBP z grudnia danego roku pobranych ze strony www.money.pl (pobrano 7.01.2015)

koniunkturalnym. Pomimo utrzymywania przez przedsiębiorstwa wskaźnika płynności na dopuszczalnym poziomie, notują one istotne obniżenie się poziomu FCF lub wykazują ujemne saldo wolnych środków pieniężnych (FCF), oznaczające niedobór środków pieniężnych do finansowania działalności operacyjnej.

Oceniając poziom generowanej gotówki operacyjnej FCF można zauważyć, że w Peabody Energy poziom gotówki operacyjnej zmniejszył się z 786 mln dolarów w 2011 roku do 143 mln dolarów w roku 2014. Spółka Alpha Natural Resources w 2010 roku wygenerowała 349 mln dolarów gotówki operacyjnej, zaś w ostatnim badanym roku niedobór gotówki w obszarze operacyjnej działalności wynosił 522 mln dolarów. W spółce polskiej niedobór ten był 4,4-krotnie większy niż w roku poprzednim. Nastąpiło również wyraźne pogorszenie wskaźników płynności finansowej. Jednak w przyjętych do porównań spółkach wskaźniki te były znacznie wyższe niż w spółce polskiej i nie wskazywały na utratę ich zdolności do terminowego regulowania zobowiązań.

Bieżące działania operacyjne w obszarze płynności finansowej (nie tylko w czasach dekonjunktury) powinny być ukierunkowane na:

- ◆ Monitorowanie i przewidywanie zdarzeń, mających wpływ na pozycję gotówkową przedsiębiorstwa. Należy mieć tu na uwadze szeroko rozumiane miejsce przedsiębiorstwa w poszczególnych okresach cyklu koniunkturalnego, zgodność trendów rozwojowych z koniunkturą gospodarczą oraz wydarzenia o dużym stopniu prawdopodobieństwa ich wpływu na płynność finansową. Informacje mogą obejmować nie tylko ryzyko wahań cen surowców czy kursów walut, ale także plany dystrybucji środków pieniężnych oraz zakres redukcji programów inwestycyjnych.
- ◆ Konieczność implementacji w strukturze przedsiębiorstwa warunków emisji instrumentów dłużnych oraz ciągły ich monitoring i porównywanie ze stanem faktycznym oraz zapobieganie przekroczeniom (*default*) poprzez prognozowanie wyników z istotnym wyprzedzeniem. W przypadkach, kiedy przyjęty w kowenantach miernik był lub jest na poziomie powodującym naruszenie warunków umowy, przedsiębiorstwo winno przygotować szczegółowy opis planowanych i bieżących działań zapobiegających powstawaniu przekroczeń wraz analizą wrażliwości. Należy również pamiętać o potencjalnym, negatywnym wpływie przekroczeń na inne elementy ryzyka kredytowego (ograniczenia) oraz dostępność linii kredytowych finansujących bieżącą działalność.
- ◆ Analizę przepływów pieniężnych – monitorowanie i planowanie strumieni pieniężnych z należyтым wyprzedzeniem, np. w zakresie rozbieżności pomiędzy przychodami a wpływami oraz kosztami a wydatkami, a także zapobieganie nieuzasadnionym wpływom środków pieniężnych.
- ◆ Analizę wydatków inwestycyjnych – górnictwo wymaga dużych nakładów inwestycyjnych, a cykle inwestycyjne są znacznie dłuższe niż w innych dziedzinach gospodarki. Charakterystyczny jest również długi okres zwrotu nakładów. Z tego względu konieczne jest finansowanie projektów inwestycyjnych środkami pozyskanymi z emisji długu długoterminowego.

Przedsiębiorstwa górnicze w czasach dekonunktury zmniejszają wydatki i ograniczają plany inwestycyjne. Próbuje jednak kończyć projekty inwestycyjne już rozpoczęte, finansując je środkami pozyskanymi z emisji obligacji. Jest to tym bardziej ważne, że niepewne i niestabilne ceny surowców osłabiają pozycję gotówkową przedsiębiorstw i prowadzą do umieszczania ostrych kowenantów w umowach obligacyjnych.

3. Kowenanty w umowach obligacyjnych w spółkach węglowych

Przemysł wydobywczy kwalifikowany jest do obszarów ryzykownych i wrażliwych na działania koniunktury. Szczególnie wrażliwe na cykle koniunkturalne jest górnictwo węgla kamiennego ze względu na duże wahania cen węgla i relatywnie ograniczone możliwości drastycznego obniżenia kosztów wydobycia w kopalniach głębinowych. Stąd zobowiązania finansowe tych przedsiębiorstw mogą stać się dość ryzykowne. Równocześnie firmy górnicze mają szeroki wybór dostępnych opcji finansowania. Pozyskiwanie środków finansowych na rynku instrumentów dłużnych w postaci emisji obligacji ułatwia liberalizacja i globalizacja rynków finansowych. Emisja obligacji ze względu na elastyczność może zapewnić stabilne finansowanie długoterminowe spółkom węglowym. Kowenanty zawarte w umowach obligacyjnych dla spółek górniczych mają na celu ograniczenie ryzyka niewykonania zobowiązań dłużnych. Skupiają się one na analizie poziomu i profilu ryzyka oraz rodzajów źródeł finansowania. Analizie poddaje się ryzyko kraju, ryzyko polityczne, potencjał finansowy przedsiębiorstwa, posiadane licencje, rezerwy, technologię produkcji, sposób zarządzania spółką, zarządzanie ryzykiem, ryzyko finansowe, FX, zagrożenia dla środowiska naturalnego, kontakty ze stroną społeczną itd. Ryzyko to badane jest przez wyspecjalizowane instytucje finansowe nadające rating obligacjom. Najpopularniejsze z nich to Moody's, Standard&Poor's oraz Fitch Ratings.

3.1. Kowenanty dotyczące zadłużenia

Kowenanty dotyczące zadłużenia wiążą się z zakazem lub ograniczeniem emisji nowego długu przez emitenta obligacji. Zatem w warunkach emisji obligacji, obligatariusz chce sobie zapewnić, że za wyjątkiem zadłużenia uruchamianego w ramach programu emisji, emitent nie zwiększy swojego ryzyka kredytowego poprzez pozyskanie innego finansowania, niż zadłużenie dozwolone w umowie. Dodatkowym ograniczeniem może być wprowadzenie do warunków emisji maksymalnego poziomu wybranych mierników zadłużenia, np. Dług/EBITDA czy Dług netto/EBITDA, EBITDA/Koszty finansowe, Dług netto/Kapitały własne. Relacja Długu netto – czyli długu ogółem pomniejszonego o posiadane środki pieniężne do EBITDA – czyli zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację w analizowanych emisjach obligacji spółek węglowych wahała się od 1,0 do 2,5. Wartość 1,0 oznacza, że zadłużenie netto nie powinno przekroczyć poziomu generowanego EBITDA czyli spółka

będzie miała zdolność do zwrotu długu w ciągu jednego roku. Jest to mocno restrykcyjny zapis podważający sensowność emisji.

W tabeli 2 zawarte zostały zależności między poziomem relacji dotyczących zadłużenia a wielkością rentowności obligacji.

Tabela 2. Rentowność obligacji a wybrane wskaźniki zadłużenia spółek według stanu na 30.09.2014 r.

Table 2. Bond yields vs. selected debt ratios of companies at 30.09.2014.

Spółka	Rating		Dług/Kapitał własny	Dług Netto/EBITDA	Rentowność obligacji [%]
	Moody's	S&P			
Peabody Energy Corp.	Ba3	BB-	1,67	7,3	5,4
Alpha Natural Resources	B2	B	1,17	13,2	12,9
Arch Coal Inc	B3	CCC+	2,67	24,9	20,9
Spółka polska.	Ba2	N/A	0,19	0,6	10–12*
Peers			0,66	6,27	16,5

* Spółka polska nie wyemitowała obligacji, rentowność oparta na informacji pozyskanej na prezentacji wynikowej dla spółki w listopadzie 2014 r., EBITDA liczona z ostatnich 4 kwartałów.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Thomson Reuters, Bloomberg, październik–grudzień 2014

Iloraz długu ogółem i kapitału własnego pokazuje, jaki poziom długu przypada na jednostkę kapitału własnego. Dla spółki polskiej na jeden dolar kapitału własnego przypadało w 2014 roku 19 centów długu, podczas gdy dla spółki Arch Coal Inc. było to 2,67 dolara. Spółka polska nie jest więc zadłużona w relacji do pozostałych zaprezentowanych w tabeli 2.

Relacja długu netto do EBITDA dla spółki polskiej wynosiła 0,6 co oznacza, że na jeden dolar generowanej EBITDA przypadało 60 centów długu, podczas gdy dla spółki Arch Coal Inc. było to prawie 25 dolarów. Tymczasem wymagany przez obligatariuszy poziom rentowności obligacji był zbliżony. Oznacza to, iż podkreślana w literaturze zależność, że rodzaj kowenantów oraz rentowność obligacji jest silnie uzależniona od kondycji finansowej kapitałobiorcy w warunkach spółki polskiej nie znajduje pełnego potwierdzenia. Bardziej zależą one od ryzyka branży i ryzyka kraju emitenta.

Zaletą programu emisji obligacji jest to, że poziom wskaźników finansowych jest kontrolowany jedynie w przypadku, kiedy emitent pozyskuje dodatkowe zadłużenie. Odróżnia to obligacje od długu bankowego, którego emitent jest zazwyczaj zobowiązany do utrzymania wskaźników finansowych poniżej lub powyżej ustalonego poziomu nawet wówczas, kiedy nie zaciąga dodatkowego długu (tzw. *maintenance covenants*), a niedotrzymanie wskaźnika grozi sankcjami określonymi w umowie, łącznie z postawieniem długu w stan wymagalności. Warunki emisji zawierają zazwyczaj klauzule umożliwiające emisję dodatkowego długu, niezależnie od poziomu wskaźników finansowych, w szczególnych przypadkach

(tzw. *baskets*) np. zaciąganie kredytu obrotowego lub zabezpieczenie ryzyka walutowego czy też ryzyka stopy procentowej związanego z działalnością operacyjną spółki.

Uruchomienie dodatkowego niż dozwolone zadłużenia może wiązać się także z utrzymaniem przez emitenta pewnego poziomu rentowności lub emisją długu na zasadzie *pari passu* (jednakowo). Ograniczenia w działalności finansowej mają służyć zmniejszeniu ryzyka upadłości podmiotu oraz zwiększyć prawdopodobieństwo odzyskania długu.

3.2. Kowenanty dotyczące warunków płatności

Obok warunków określających sposób wykupu obligacji oraz zapłaty kuponu odsetkowego, jednym z często stosowanych w umowach warunków jest zabezpieczenie obligatariuszy przed wcześniejszym wykupem (*non-call provision*). Przy emisji obligacji długoterminowych inwestorzy obligacyjni wymagają zabezpieczenia przed wcześniejszym wykupem obligacji na okres 2–3 lat lub – w niektórych przypadkach – obligują emitenta do wypłaty premii za wcześniejszy wykup. W zamian emitent nie jest zobowiązany do zwrotu kapitału aż do terminu zapadalności obligacji, co jest szczególnie korzystne dla emitentów, których przepływy pieniężne mogą być czasowo obniżone, np. z powodów koniunkturalnych lub z uwagi na realizację programów inwestycyjnych. Wykup obligacji jest dozwolony w szczególnych przypadkach, np. przez wykorzystanie środków pozyskanych z emisji akcji.

Umowy emisji obligacji zawierają specjalne warunki dotyczące zapłaty dodatkowych kwot. Wiąże się to z wprowadzeniem w czasie trwania programu emisji przepisów prawa zobowiązujących do uiszczenia podatku u źródła oraz dokonania potrąceń na poczet innych podatków. Oprócz zobowiązań podatkowych obligatariusze mogą zastrzec, że emitent lub poręczyciele dokonają płatności lub zwolnią posiadacza obligacji ze zobowiązania do zapłaty wszelkich obecnych i przyszłych podatków, opłat skarbowych, emisyjnych, rejestryjnych, sądowych i innych opłat (w tym kar, odsetek i innych zasadnych kosztów z nimi związanych) nałożonych przez dowolne prawodawstwo.

Umowa emisji obligacji może zawierać dodatkowo klauzulę opcjonalnego wykupu, co oznacza, że obligacje mogą zostać wykupione w całości lub w części w dowolnym czasie przed datą wykupu. Stosowana praktyka potwierdza jednak fakt, że jest to operacja niekorzystna dla emitenta, stąd obligatariusze wprowadzając odpowiednie zapisy do umowy zabezpieczają się przed przedterminowym wykupem obligacji. Przedterminowy wykup wiąże się zazwyczaj z zapłatą znaczącej części bądź całej kwoty odsetek przypadających na cały okres trwania programu emisji, a także kwot dodatkowych.

3.3. Kowenanty dotyczące ograniczeń w działalności emitenta

Częstym warunkiem wprowadzanym do umów emisji obligacji jest zastrzeżenie, że emitent nie będzie podejmował działalności gospodarczej i nie będzie angażował się w inną

działalność gospodarczą poza działalnością związaną z oferowaniem, emitowaniem i obsługą, nabywaniem, wykupywaniem, refinansowaniem lub umarzaniem obligacji, zaciąganiem innego zadłużenia niż dozwolone warunkami umowy emisji obligacji. Powszechną praktyką jest ograniczenie lub zakaz emisji udziałów czy akcji, które mogą znaleźć się w posiadaniu podmiotu nie będącego np. poręczycielem programu emisji obligacji.

3.4. Kowenanty dotyczące ograniczenia wypłat dywidend oraz ustanawiania poręczeń

Emitenci obligacji mają zazwyczaj ograniczone możliwości dokonywania niektórych wypłat, w szczególności wypłaty dywidendy lub wykupu akcji. Kowenanty mogą ograniczać prawo emitenta do dokonywania bezpośrednio lub pośrednio wypłat podlegających ograniczeniom w przypadku zaistnienia naruszeń warunków umowy lub wystąpienia przypadku naruszenia. Wówczas emitent nie może zaciągać żadnego dodatkowego zadłużenia ani dokonać wypłaty podlegającej ograniczeniu. Podobnie jak w przypadku ograniczenia emisji dodatkowego długu, warunki emisji zawierają bardzo często klauzule umożliwiające dokonywanie wypłat na rzecz akcjonariuszy do uzgodnionego poziomu, który najczęściej jest uzależniony od:

- ◆ wysokości zysku netto emitenta,
- ◆ przychodów ze sprzedaży akcji,
- ◆ wysokości łącznych przepływów pieniężnych netto i godziwej wartości rynkowej zbywalnych papierów wartościowych,
- ◆ wysokości dywidend, wypłat lub innych płatności.

Warunki umowy emisji obligacji mogą zawierać zakazy lub ograniczyć bezpośrednio lub pośrednio udzielanie wszelkich poręczeń.

3.5. Kowenanty dotyczące ograniczenia w sprzedaży majątku, połączenia i konsolidacji

Kowenanty związane z ochroną aktywów dotyczą m.in. obowiązku utrzymywania aktywów pod ochroną poprzez ubezpieczenie ich, traktowania roszczeń obligatariuszy *pari passu* (jednakowo) względem roszczeń innych wierzycieli, zapewnienia im dostępu do wszelkich informacji i wsparcia w zakresie kontroli aktywów dłużnika. Emitent nie może dokonać połączenia ani konsolidacji żadnego rodzaju z innymi podmiotami, ani włączenia do innego podmiotu. Nie sprzedaje zatem majątku, nie przeniesie, nie dokona cesji, dzierżawy, przekazania lub zbycia go w inny sposób. Często zobowiązują one emitenta również do nieobciążania jego obecnego lub przyszłego majątku na rzecz innych podmiotów (np. hipoteką czy zastawem) poza zabezpieczeniami na spłatę zobowiązań z tytułu emisji obligacji lub realizację postanowień umów obligacyjnych.

3.6. Kowenanty dotyczące podjęcia dodatkowych działań

Kowenanty zobowiązują kadrę menedżerską do stosowania określonych zasad bądź wywiązania się z określonych zobowiązań. Do najczęstszych z nich należą:

- ◆ podjęcie działań w celu spowodowania, aby obligacje były notowane na giełdzie papierów wartościowych,
- ◆ przedstawianie zbadanego przez biegłego rewidenta rocznego sprawozdania finansowego wraz z opinią oraz sprawozdań kwartalnych,
- ◆ doręczenie trybu postępowania w przypadku zmiany kontroli,
- ◆ przedstawianie prognozowanych sprawozdań finansowych wraz z komentarzami odnoszącymi się do istotnych transakcji,
- ◆ opis znaczących czynników ryzyka i istotnych wydarzeń,
- ◆ dotrzymanie poziomu EBITDA,
- ◆ wielkość nakładów inwestycyjnych,
- ◆ poziom płynności finansowej oraz zasobów kapitałowych wraz z omówieniem znaczących zobowiązań oraz istotnych zasad rachunkowości,
- ◆ transakcji nabycia, zbycia lub restrukturyzacji majątku,
- ◆ zmiany biegłych rewidentów.

4. Naruszenie kowenantów (*default*) oraz ryzyka związane z emisją obligacji

Umowa obligacji definiuje przypadki naruszenia (*default*) warunków w niej zawartych oraz niedotrzymania założonych kowenantów. Naruszenie może wystąpić poprzez:

- ◆ zaniechanie spłat odsetek od obligacji, które stały się należne i wymagalne (w umowie zazwyczaj podany jest maksymalny okres dopuszczalnej zwłoki),
- ◆ zaniechanie dokonania spłaty wartości nominalnej lub ewentualnej premii w odniesieniu do obligacji, która to spłata stała się należna i wymagalna w określonym terminie zapadalności, przedterminowo, w wyniku opcjonalnego umorzenia, wymaganego wykupu lub na innej podstawie,
- ◆ niedochowanie kowenantów dotyczących połączenia, konsolidacji, sprzedaży majątku i wypłat dywidend,
- ◆ zaistnienie prawomocnego wyroku nakazującego zapłatę pieniędzy w określonej umową kwocie,
- ◆ ustanie zabezpieczeń programu emisji,
- ◆ zaistnienie zdarzeń związanych z upadłością, niewypłacalnością lub reorganizacją emitenta.

Naruszenie przez emitenta lub poręczyciela postanowień programu emisji obligacji otwiera drogę do rozpoczęcia negocjacji dotyczących realizacji zobowiązań emitenta z tytułu wyemitowanych obligacji. W praktyce takie negocjacje kończą się zaakceptowaniem

przez obligatariuszy pewnych odstępstw od treści postanowień programu emisji obligacji. Obligatariusze wolą dostać częściową spłatę, a nawet spłatę z opóźnieniem, niż rozpocząć długą procedurę konieczną do przeprowadzenia egzekucji z majątku poręczyciela. Zazwyczaj wszyscy interesariusze zainteresowani są dokonaniem przez emitenta wykupu obligacji. Może dojść również do sytuacji, w której podmioty te nie dojdą do porozumienia. Ewentualny *default* w połączeniu z sytuacją, w której obligatariusze i emitent nie dojdą do porozumienia spowoduje, że podjęta zostanie procedura dochodzenia od poręczyciela przez obligatariuszy realizacji postanowień poręczenia udzielonego dla programu emisji. Konieczne do tego będzie uzyskanie przez obligatariuszy prawomocnego orzeczenia właściwego sądu.

Warunki programu emisji obligacji precyzują również procedurę postawienia zobowiązań z tytułu emisji obligacji w stan natychmiastowej wymagalności i procedurę wykupu. Może wówczas dojść do likwidacji emitenta lub jego upadłości jeśli sąd upadłość ogłosi na podstawie wniosku emitenta o ogłoszenie upadłości lub o wszczęcie postępowania naprawczego.

W przypadku naruszenia postanowień umowy obligacyjnej i wyczerpania drogi negocjacyjnej, obligatariusz może być narażony na szereg ryzyk, a mianowicie może wystąpić:

- ◆ realizacja zobowiązań z udzielonego poręczenia poprzez podjęcie uchwały przez obligatariuszy, dotyczącej dochodzenia należności z tytułu obligacji przed terminem wykupu lub po terminie (w przypadku braku wykupu w terminie);
- ◆ przejęcie przez obligatariuszy kontroli nad emitentem czy też jego aktywami. Jest to ryzyko znikome i wymaga uruchomienia procedury, zgodnie z przepisami ustawy z dnia 17 listopada 1964 r. Kodeks postępowania cywilnego oraz ustawy z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe i naprawcze.

Ponadto emitent obligacji narażony jest na ryzyko kursowe. Stąd przed decyzją o wyborze waluty obligacji należy zbadać strukturę walutową przychodów, tak aby pozwoliła na spłatę zadłużenia. W przypadku wyboru waluty USD w branży górniczej, należy zaznaczyć, że jest ona naturalną walutą na rynku węgla i koksu (hedging naturalny). Ryzyko stopy procentowej może spowodować, że emitent poniesie szkodę w warunkach spadku stóp procentowych, gdy w programie emisji obligacji założono stałą stopę procentową.

Zakończenie

Powodzenie programu emisji obligacji uwarunkowane jest nie tylko sytuacją finansową emitenta ale przede wszystkim warunkami zapisów zawartych w umowach obligacyjnych. Dotyczą one konstrukcji obligacji, wyboru momentu emisji ale przede wszystkim ograniczeń w postaci kowenantów. Odnosząc się do postawionej we wstępie hipotezy należy podkreślić, że kowenanty stosowane przy kredytach bankowych są ostrzejsze niż w przypadku obligacji ze względu na rozproszenie ryzyka na wielu dawców kapitału. Dobór kowenantów uzależniony jest w Polsce nie tylko od sytuacji finansowej emitenta ale również ryzyka branży i kraju.

Przeprowadzona analiza umów obligacyjnych pozwoliła na ustalenie, że najbardziej doprecyzowane są kowenanty dotyczące poziomu zadłużenia emitenta, zdolności do obsługi długu oraz dysponowania posiadanym majątkiem. W umowach obligacyjnych spółek węglowych poziom zadłużenia mierzony był relacją Długu do Kapitału własnego oraz relacją Dług netto do EBITDA. Ten ostatni miernik kształtował się w umowach w granicach 1,0 do 2,5. Tak restrykcyjne zapisy podważały sensowność emisji zwłaszcza, że środki z emisji miały być częściowo przeznaczone na finansowanie działalności operacyjnej. Nie pozwalało to na kształtowanie poprzez amortyzację poziomu EBITDA tak jak przy finansowaniu przedsięwzięć inwestycyjnych. Ponadto, spadek zysku operacyjnego w wyniku spadku cen węgla stanowił zagrożenie niedotrzymania poziomu omawianego wskaźnika nawet bez dodatkowego zadłużania się. Relatywnie krótki okres do terminu wykupu obligacji (3 lata) utrudniał dostosowanie terminów płatności do realizowanych przepływów pieniężnych, a w przypadku finansowania realizacji projektu emisją obligacji – dopasowanie wpływów generowanych przez projekt do terminów płatności kuponu obligacyjnego czy też wykupu obligacji. Warto podkreślić w tym miejscu, że projekty górnicze charakteryzują się długim cyklem inwestycyjnym. Zdarzenia te w istotny sposób wpływają na materializację ryzyka związanego z naruszeniem postanowień programu emisji oraz niewywiązanie się z kowenantów. Koniecznym jest zatem unikanie sytuacji wywołujących naruszenie warunków programu emisji już w momencie opracowywania kształtu umowy oraz zwrócenie szczególnej uwagi, aby kowenanty gwarantowały bezpieczeństwo obligatariuszy a nie ograniczały rozwoju emitenta.

LITERATURA

- Bazzana i in. 2014 – Bazzana, F., Zadorozhnaya, A. i Gabriele, R. 2014. The role of covenants in bond issue and investment policy. The case of Russian companies, *DEM Discussion Papers*, 2014/05, Università Degli Studi di Trento. [Online] Dostępne w: http://web.unitn.it/files/download/27419/demdp2014_05.pdf [Dostęp 25.02.2015].
- Billett i in. 2007 – Billett, M.T., King, T.-HD. i Mauer, D.C. 2007. Growth opportunities and the choice of leverage, debt maturity, and covenants. *Journal of Finance* Vol. 62, No. 2. s. 697–730.
- Goniszewski, M. 2010. Kowenanty. *Gazeta Bankowa* z dnia 11.11.2010 roku.
- Intangible Asset Market Value Study. Ocean Tomo 2011. [Online] Dostępne w: www.pwc.pl/webinaria [Dostęp 15.02.2015].
- Kustra, A. 2010. Wykorzystanie obligacji w finansowaniu projektów górniczo-geologicznych na rynku światowym. *Górnictwo i Geoinżynieria* 34/3, s. 215–227.
- Myers, S.C. 1977. Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics* Vol. 5, No. 2, s. 147–175.
- Pauka, M. i Śmieja, N. 2013a. Zastosowanie kowenantów w warunkach emisji obligacji – badania empiryczne wśród emitentów z branży developerskiej w Polsce. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego* 766, *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia* nr 62, s. 399–409.
- Pauka, M. i Śmieja, N. 2013b. Analiza kowenantów w obligacjach korporacyjnych emitowanych przez nie-bankowe spółki z branży finansowej, *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska*, Lublin–Polonia, Vol. XLVII, 3, Sectio H, s. 551–561.
- Reisel, N. 2014. On the value of restrictive covenants: Empirical investigation of public bond issues, *Journal of Corporate Finance* 27, s. 251–268.

- Sierpińska, M. i Bąk, P. 2013. Rola obligacji korporacyjnych w finansowaniu przedsiębiorstw sektora górniczego w Polsce. *Gospodarka Surowcami Mineralnymi – Mineral Resources Management* 29(1), s. 141–155,
- Smith C.W. Jr. i Warner J.B. 1979. On financial contracting. An analysis of bond covenants. *Journal of Financial Economics* No. 7, s. 117–161
- Ustawa z dnia 17 listopada 1964 roku Kodeks postępowania cywilnego z późn. zm. Dziennik Ustaw 2014, poz. 101. Tekst jednolity z 1.01.2015 roku. [Online] Dostępne w: www.prawo.legeo.pl [Dostęp: 15.01.2015].
- Ustawa z 28 lutego 2003 roku Prawo upadłościowe i naprawcze. Dziennik Ustaw z 2012 roku poz. 1112. Tekst jednolity z 1.01.2015 roku. [Online] Dostępne w: www.prawo.legeo.pl [Dostęp 15.01.2015].

RODZAJE KOWENANTÓW ZAWARTYCH W PROGRAMACH EMISJI OBLIGACJI W SPÓKACH WĘGLOWYCH

Słowa kluczowe

źródła finansowania, przedsiębiorstwa górnicze, obligacje, kowenanty

Streszczenie

W artykule podjęto próbę skwantyfikowania kowenantów czyli szczególnych warunków programu emisji obligacji ograniczających ryzyko obligatariuszy. Rodzaj i charakter kowenantów uzależniony jest od szeregu czynników, takich jak kondycja finansowa emitenta obligacji, ryzyko branży w której on funkcjonuje, ryzyko kraju czy też koniunktura gospodarcza. Najczęściej stosowane kowenanty odnoszą się do ograniczeń dotyczących płatności, zaciągania pożyczek, emisji kolejnych serii obligacji, zdarzeń kredytowych, utrzymania zysku na określonym poziomie i wypłaty dywidend. Odrębną grupę kowenantów stanowią ograniczenia dotyczące dysponowania majątkiem i zakresu realizowanych inwestycji oraz fuzji i przejęć, a także te związane z utrzymaniem ratingu. Przekonanie, że emisja obligacji jest jedną z łatwiejszych metod pozyskania finansowania w porównaniu do kredytu bankowego nie jest w pełni uzasadnione. Kowenanty mają niebagatelny wpływ na działalność emitenta. Niektóre kowenanty powodują utratę elastyczności funkcjonowania firmy oraz ograniczenie możliwości podejmowania efektywnych decyzji, co może zwiększyć ryzyko upadłości podmiotu. Ograniczenia zawarte w warunkach programu emisji obligacji mogą być szczególnie uciążliwe dla firm rozwojowych oraz wymagających restrukturyzacji majątkowej, której zakres trudno jest przewidzieć w czasie podpisywania umów obligacyjnych. W warunkach przeznaczenia środków z emisji na finansowanie bieżącej działalności zdolność do dotrzymania kowenantów jest mniejsza niż gdy środki są przeznaczone na inwestycje, które w przyszłych okresach będą generować dodatkowe zyski oraz amortyzację. Zapewni to uzyskanie odpowiedniego poziomu EBITDA i zdolności do wykupu obligacji. Dodać należy, że na liczbę i jakość kowenantów mają wpływ zarówno inwestorzy jak i pośrednicy finansowi przygotowujący program emisji. Wpisują oni do umów obligacyjnych kowenanty standardowo stosowane na rynku. Wiedza i umiejętności negocjacyjne menedżerów firmy mogą znacznie złagodzić zapisy umów, stosownie do ryzyka firmy i branży.

THE TYPES OF COVENANTS IN BOND ISSUANCE PROGRAMS OF MINING INDUSTRY COMPANIES**Keywords**

funding sources, mining companies, bonds, covenants

Abstract

In the article, the authors attempt to quantify the covenants, which are the special terms of the bond issuance programs, reducing a risk of the bondholders. The type and the character of the covenants depend on several circumstances like: financial situation of a bond issuer, industry risk, country risk or economic situation. The most common used covenants refer to several limitations like payments, taking out the loans, issuance of the next series of bonds, credit events, dividend payouts. The separate group of covenants are those which constitute a limitation of an assets disposal, a range of the investments, the mergers and acquisitions or those that refer to maintaining the rating. The belief that the bond issuance is the easiest way of rising the funds in comparison to a bank loan is not fully supported. The covenants have significant influence on a performance of a bond issuer. Some of the covenants cause losing a flexibility of a company and restrict a possibility of making the effective decisions which can lead to rising the risk of a bankruptcy. The limitations included in a bond issuance program could be particularly inconvenient for a company's development and may demand the assets restructuring which range is hard to predict while a bond agreement is being signed. In terms of using the funds gained from bond issuance for an operating performance, the ability to go in a line with the covenants is less likely while the same funds will be spent on the investments which will generate the profits and amortisation in the future. It allows to gain the appropriate level of EBITDA as well as makes a bond repurchase possible. It is worth to add that the investors and the stock brokers who are responsible for a bond issuance program preparation have an influence on the quantity and quality of the covenants. They define the standard used covenants in the bond agreements. The knowledge and the negotiation skills of the managers have significant influence on the adjusting the bond contracts to the company and branch risk.

