

Damian Kaźmierczak

Obligacje zamienne w finansowaniu przedsiębiorstwa



**AKADEMIA
ZARZĄDZANIA
I FINANSÓW**

W WYDAWNICTWO
UNIWERSYTETU
ŁÓDZKIEGO

Obligacje zamienne w finansowaniu przedsiębiorstwa





WYDAWNICTWO
UNIWERSYTETU
ŁÓDZKIEGO

Damian Kaźmierczak

Obligacje zamienne w finansowaniu przedsiębiorstwa

**AKADEMIA
ZARZĄDZANIA
I FINANSÓW**



WYDAWNICTWO
UNIWERSYTETU
ŁÓDZKIEGO

Łódź 2016

Damian Kaźmierczak – Wydział Zarządzania, Katedra Finansów i Strategii Przedsiębiorstwa
ul. Jana Matejki 22/26, 90-237 Łódź

RECENZENT

Wiesław Dębski

REDAKTOR INICJUJĄCY

Monika Borowczyk

OPRACOWANIE REDAKCYJNE

Małgorzata Szymańska

SKŁAD I ŁAMANIE

Munda – Maciej Torz

PROJEKT OKŁADKI

Katarzyna Turkowska

© Copyright by Damian Kaźmierczak, Łódź 2016
© Copyright for this edition by Uniwersytet Łódzki, Łódź 2016

Wydane przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego
Wydanie I. W.07561.16.0.M

Ark. wyd. 8,5; ark. druk. 8,875

ISBN 978-83-8088-301-7

e-ISBN 978-83-8088-302-4

<https://doi.org/10.18778/8088-301-7>

Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego
90-131 Łódź, ul. Lindleya 8
www.wydawnictwo.uni.lodz.pl
e-mail: ksiegarnia@uni.lodz.pl

tel. (42) 665 58 63

Moim wspaniałym Rodzicom

Spis treści

Wprowadzenie	9
Rozdział 1.	
Istota i znaczenie finansowania hybrydowego	15
1.1. Istota kapitału i źródła jego pochodzenia	15
1.2. Rola kapitału hybrydowego w finansowaniu przedsiębiorstwa	27
1.3. Zalety i wady finansowania hybrydowego	46
1.4. Podsumowanie	51
Rozdział 2.	
Obligacje zamienne i ich rodzaje	53
2.1. Zwykłe obligacje zamienne	53
2.2. Obligacje wymienne	69
2.3. Zerokuponowe obligacje zamienne	74
2.4. Obligacje przymusowo zamienne	77
2.5. Obligacje warunkowo zamienne	80
2.6. Podsumowanie	84
Rozdział 3.	
Teoretyczne i praktyczne przesłanki emisji obligacji zamiennych	87
3.1. Wykorzystanie długu zamiennego a teoria asymetrii informacji	87
3.2. Emisja obligacji zamiennych w świetle teorii agencji	99
3.3. Emisja obligacji zamiennych w innych koncepcjach teoretycznych	113
3.4. Wykorzystanie obligacji zamiennych w praktyce gospodarczej	117
3.5. Podsumowanie	124
Zakończenie	127
Bibliografia	131
Spis tabel i rysunków	141

Wprowadzenie

Wybór odpowiedniego źródła kapitału należy do jednych z najważniejszych i najtrudniejszych wyzwań, przed którym stoi kadra kierownicza każdego przedsiębiorstwa. Spółki mogą finansować swoją działalność kapitałem własnym i kapitałem obcym, a decyzja o wykorzystaniu określonego sposobu finansowania zależy m.in. od cyklu życia spółki, jej aktualnej sytuacji finansowej, potencjału inwestycyjnego i koniunktury rynkowej. Mimo że kapitał własny zostaje udostępniony przedsiębiorstwu na czas nieokreślony, to największą niedogodnością dla zarządzających jest jego ograniczony zasób, a także wysokie koszty transakcyjne i informacyjne związane z podwyższeniem kapitału własnego poprzez emisję akcji. Jeżeli przedsiębiorstwo zamierza zrealizować projekty inwestycyjne, które przekraczają jego własne możliwości finansowe, może ono pokusić się o pozyskanie kapitału obcego, który dodatkowo umożliwia mu wykorzystanie tarczy podatkowej i efektów dźwigni finansowej. Decydenci muszą jednak zdawać sobie sprawę, że zdobyte w ten sposób środki należy w terminie zapadalności zwrócić wierzycielom, a nadmierny poziom zadłużenia może zahamować proces inwestycyjny spółki i wywołać konflikty agencji pomiędzy obligatariuszami, akcjonariuszami i działającymi w ich imieniu menedżerami.

Wydaje się, że instrumentami, które łączą zalety kapitału własnego i obcego, a jednocześnie minimalizują ich słabe strony, są hybrydowe papiery wartościowe. Ich dualna natura sprawia, że mogą one być dla podmiotów gospodarczych najlepszym sposobem pozyskania funduszy w obliczu trudności ze zdobyciem środków z tradycyjnych źródeł zewnętrznych, np. poprzez emisję akcji lub zwykłych obligacji korporacyjnych, lub gdy ich zarządy uznają, że wykorzystanie konkretnego źródła kapitału byłoby dla nich, w danych okolicznościach, wyjątkowo niekorzystne.

Hybrydowe instrumenty finansowe najczęściej przyjmują postać kapitału obcego, który przynosi jego posiadaczom stały dochód w postaci odsetek, a wbudowana opcja konwersji uprawnia inwestorów do ich

zamiany na udziały emitenta. W początkowej fazie finansowania, emisja instrumentów hybrydowych prowadzi do wzrostu całkowitej wartości pasywów spółki, a następnie, na skutek realizacji opcji konwersji przez obligatariuszy, dochodzi do zmiany struktury jej kapitału – obniża się poziom zadłużenia firmy, przy jednoczesnym podwyższeniu jej kapitału własnego. Zamiana długu na akcje przedsiębiorstwa na ogół jest dla inwestorów opcjonalna, zdecydowanie rzadziej muszą oni przeprowadzić konwersję obligatoryjnie. Podmioty gospodarcze mogą także emitować instrumenty hybrydowe o charakterze typowo udziałowym (uprzywilejowane akcje zamienne), ale ich zbiorowość nie jest tak liczna, jak grupa instrumentów dłużnych.

W zależności od prawdopodobieństwa realizacji opcji zamiany przez inwestorów, instrumenty hybrydowe można podzielić na instrumenty o cechach kapitału własnego (jeśli szansa przeprowadzenia konwersji na akcje spółki jest wysoka) lub o cechach kapitału obcego (jeśli szansa przeprowadzenia konwersji jest niska). Na podstawie powyższego kryterium, wyróżnia się: obligacje przymusowo zamienne, uprzywilejowane akcje zamienne, obligacje z warrantami, zwykłe obligacje zamienne i zerokuponowe obligacje zamienne. Szeroki wachlarz instrumentów hybrydowych sprawia, że mogą one być wykorzystywane przez podmioty gospodarcze w zależności od ich potrzeb operacyjnych i inwestycyjnych. Na przykład emisja obligacji z warrantami może być przeprowadzona przez spółki, które chcą zwiększyć popyt na sprzedawany dług wśród potencjalnych kapitałodawców, natomiast z uprzywilejowanych akcji zamiennych często korzystają fundusze *venture capital*, które inwestują swój kapitał w młode i perspektywiczne przedsiębiorstwa oraz chcą zagwarantować sobie relatywnie wyższą dywidendę i pierwszeństwo do jej otrzymania przed innymi udziałowcami.

Jednym z najbardziej powszechnie wykorzystywanych na świecie instrumentów hybrydowych jest dług zamienny na akcje, wraz z jego różnymi odmianami (np. zerokuponowe obligacje zamienne i obligacje przymusowo zamienne). Mogą one być wykorzystywane przez spółki m.in. do obniżenia kosztów obsługi zadłużenia, zwiększenia elastyczności kadry kierowniczej w realizacji projektów inwestycyjnych lub do uniknięcia emisji niedowartościowanych akcji i podwyższenia kapitału własnego w późniejszym terminie.

Dłużnymi instrumentami hybrydowymi, które przypominają w swojej istocie obligacje zamienne, ale są emitowane przez przedsiębiorstwa do realizacji innych celów, są: obligacje wymienne, odwrócone obligacje zamienne i obligacje warunkowo zamienne. Dług wymienny służy spółkom matkom do zbycia akcji swoich spółek córek w grupach kapitałowych. Odwrócone obligacje zamienne są instrumentem typowo spekulacyjnym.

cyjnym, emitowanym przez instytucje finansowe na akcje trzeciej spółki i nabywanym przez inwestorów żądnych osiągnięcia ponadprzeciętnego zysku. Z kolei, dzięki wbudowanemu mechanizmowi automatycznej konwersji, dług warunkowo zamienny może pomóc instytucjom finansowym w przetrwaniu sytuacji kryzysowych.

Problematyka instrumentów hybrydowych jest poruszana w polskiej literaturze przedmiotu niezwykle rzadko. Efektem analiz naukowych zgłębiających to zagadnienie jest dopiero kilkanaście artykułów naukowych, kilka rozpraw doktorskich i monografii, z czego większość dotyczy aspektów prawnych. Dotychczas nie powstała zwarta monografia, która w kompleksowy i czytelny sposób przybliżyłaby kwestie związane z najpopularniejszymi na świecie dłużnymi instrumentami hybrydowymi, tj. obligacjami zamiennymi na akcje. Problemem staje się wyjaśnienie funkcji, jaką pełni dług zamienny w finansowaniu działalności współczesnych podmiotów gospodarczych.

Należy podkreślić, że finansowanie hybrydowe jest wyjątkowo mało popularne wśród polskich przedsiębiorców, którzy bardzo ostrożnie podchodzą do pozyskania kapitału obcego poprzez rynek kapitałowy, i dla których zdobycie środków ze źródeł zewnętrznych nadal kojarzy się, przede wszystkim, z zaciągnięciem kredytu bankowego. O ile w ponad dwudziestoletniej historii Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, stosunkowo dużo spółek postanowiło pozyskać fundusze poprzez upublicznienie swoich akcji na rynku regulowanym, o tyle emisja obligacji korporacyjnych jest rozważana przez polskie przedsiębiorstwa dosyć rzadko. Dowodem tego jest mała liczba emitentów instrumentów dłużnych na rynku obligacji Catalyst, który funkcjonuje już od 2009 r. W połowie 2016 r. było ich niespełna dwustu, łącznie wyemitowali oni około pół tysiąca serii obligacji. Dla porównania, na London Stock Exchange w Londynie w obiegu znajduje się ponad siedemnaście tysięcy serii instrumentów dłużnych.

Mała popularność obligacji korporacyjnych w Polsce bez wątpienia hamuje rozwój rodzimego rynku instrumentów hybrydowych, czyli instrumentów, które na bardziej dojrzałych rynkach kapitałowych (np. amerykańskim) są powszechnie wykorzystywane przez przedsiębiorstwa już od ponad sześćdziesięciu lat. Ostatnie raporty publikowane przez warszawską Giełdę Papierów Wartościowych wskazują, że tylko niecałe 2% dłużnych instrumentów finansowych znajdujących się w obiegu są długiem zamiennym na akcje. Wydaje się, że połowa drugiej dekady obecnego stulecia – wieku innowacji finansowych – to odpowiedni moment na rozpoczęcie dyskusji nad wykorzystaniem instrumentów hybrydowych w Polsce. Jak pokazują przykłady innych krajów, m.in. Niemiec, Francji, Holandii i Japonii, rynek hybrydowych instrumentów finansowych

posiada ogromny potencjał i nie ma wątpliwości, że nadejdzie w naszym kraju czas na jego dynamiczny rozwój.

Celem autora niniejszej monografii jest przedstawienie istoty długu zamiennego na akcje, omówienie mechanizmu jego wykorzystania przez podmioty gospodarcze i scharakteryzowanie roli, jaką pełnią obligacje zamienne w finansowaniu działalności współczesnych przedsiębiorstw, zarówno w ujęciu teoretycznym, jak i praktycznym.

Treści książki pozwolą Czytelnikowi na znalezienie odpowiedzi na kilka kluczowych pytań:

1. Czym są hybrydowe instrumenty finansowe?
2. Jakie są zalety i wady wykorzystania instrumentów hybrydowych przez podmioty gospodarcze?
3. Na czym polega istota obligacji zamiennych na akcje?
4. Jakie są różne formy długu zamiennego i dlaczego przedsiębiorstwa decydują się na ich wykorzystanie?
5. Jakie są motywy emisji obligacji zamiennych przez spółki w świetle najważniejszych koncepcji teoretycznych z dziedziny nauk o finansach?
6. Jakie są przesłanki wykorzystania obligacji zamiennych w praktyce rynkowej?
7. Czy wnioski sformułowane przez teoretyków związane z przyczynami emisji obligacji zamiennych mają odzwierciedlenie w praktyce gospodarczej?

Tak zarysowanym celom podporządkowano kolejne rozdziały monografii. Jej strukturę tworzą wprowadzenie, trzy rozdziały merytoryczne i zakończenie.

W rozdziale pierwszym zaprezentowano zarys problematyki finansowania podmiotów gospodarczych, zdefiniowano pojęcie kapitału i omówiono najważniejsze źródła jego pozyskania. Następnie przedstawiono istotę kapitału hybrydowego oraz wskazano wady i zalety wykorzystania instrumentów hybrydowych przez przedsiębiorstwa. W rozdziale drugim scharakteryzowano najważniejsze rodzaje obligacji zamiennych: zwykłe obligacje zamienne, obligacje wymienne, odwrócone obligacje zamienne, zerokuponowe obligacje zamienne, obligacje przymusowo zamienne i obligacje warunkowo zamienne. W rozdziale trzecim przeanalizowano motywy emisji długu zamiennego w świetle koncepcji teoretycznych powstałych od początku lat 80. XX w. Większość z nich została osadzona w ramach teorii asymetrii informacji między emitentami a ich otoczeniem zewnętrznym oraz teorii agencji, która zakłada występowanie konfliktów interesu pomiędzy obligatariuszami, akcjonariuszami i działającymi w ich imieniu menedżerami. Dla porównania wniosków sformułowanych przez teoretyków, skonfrontowano je w wy-

nikami najważniejszych badań jakościowych dotyczących przyczyn wykorzystania obligacji zamiennych przez przedsiębiorstwa amerykańskie i europejskie.

Czytelnikami monografii mogą być studenci kierunków finansowych i ekonomicznych, na studiach dyplomowych i podyplomowych, w tym również studenci programów MBA, kadra menedżerska rozważająca sfinansowanie działalności przedsiębiorstwa za pomocą kapitału obcego, analitycy i eksperci, którzy mają kontakt z problematyką instrumentów dłużnych, a także wszyscy ci, którzy interesują się podjętą w książce tematyką.

Rozdział 1

Istota i znaczenie finansowania hybrydowego

W rozdziale pierwszym zdefiniowano pojęcie kapitału i scharakteryzowano źródła jego pochodzenia. Następnie przedstawiono istotę hybrydowych instrumentów finansowych oraz omówiono zalety i wady finansowania hybrydowego.

1.1. Istota kapitału i źródła jego pochodzenia

Klasyczna teoria ekonomii dzieli czynniki produkcji na trzy kategorie: ziemię, pracę i kapitał. Dwie pierwsze są określane mianem pierwotnych czynników produkcji, ponieważ ich podaż tworzy się z reguły poza rynkiem i w dużej mierze jest kształtowana przez czynniki pozaekonomiczne, takie jak warunki geograficzne czy strukturę demograficzną kraju. Ziemia i praca są następnie wykorzystywane do wytworzenia kapitału, nazywanego wytworzonym czynnikiem produkcji, ponieważ zanim będzie mógł zostać wykorzystany, niezbędne jest jego „wyprodukowanie”¹.

W teorii ekonomii kapitał ma wyłącznie wymiar materialny i odpowiednią wartość – jest pewnym zasobem gromadzonym w celu podjęcia produkcji określonych dóbr w przyszłości, takich jak budynki, urządzenia, maszyny, środki transportu czy zapasy². W pewnym przedziale czasu dostarcza on wykorzystującemu go podmiotowi strumień usług i dochód, który stanowi nadwyżkę dostarczonych usług ponad ich ilość niezbędną do utrzymania i odtworzenia zasobu bogactwa³.

1 P.A. Samuelson, W.D. Nordhaus, *Ekonomia*, t. 1, PWN, Warszawa 2004, s. 68.

2 E. Chojnacka, *Struktura kapitału spółek akcyjnych w Polsce w świetle teorii hierarchii źródeł finansowania*, CeDeWu, Warszawa 2012, s. 12.

3 *Ibidem*, s. 12.

W teorii finansów równolegle funkcjonuje pojęcie kapitału finansowego, definiowanego jako ogół środków służących do finansowania aktywów podmiotu gospodarczego⁴. W takim ujęciu kapitał nie bierze bezpośredniego udziału w procesach produkcyjnych, tylko umożliwia nabywanie czynników produkcji niezbędnych do wytworzenia produktów⁵. Kapitał finansowy może być analizowany w ujęciu statycznym (jako zasób kapitału w określonym momencie) lub dynamicznym (jako strumień kapitału w danym okresie czasu)⁶.

W ujęciu statycznym kapitał finansowy oznacza nagromadzone środki zaangażowane w działalność gospodarczą firmy, które stanowią źródło finansowania jej majątku. Znajduje on odzwierciedlenie w bilansie przedsiębiorstwa, gdzie dodatkowo następuje jego podział na kapitał rzeczowy (strona aktywów) i kapitał finansowy (strona pasywów). Ze względu na fakt, że kapitał zainwestowany w przedsiębiorstwo zawsze stanowi jego majątek, pojęcia „kapitał” i „aktywa” często występują w literaturze przedmiotu jako pojęcia tożsame⁷. Na tej podstawie można stwierdzić, że kapitał ma charakter dualny, ponieważ te same zasoby ekonomiczne mogą opisywać dwie odrębne kategorie kapitału: rzeczowego i finansowego. Należy przy tym podkreślić, że wartość heterogenicznych aktywów jest zawsze równa homogenicznemu i abstrakcyjnemu kapitałowi⁸.

Poprzez zaangażowanie kapitału w składniki swojego majątku, firma dąży do wygenerowania określonego zysku, otrzymywanego w postaci strumieni pieniężnych, które, razem z odpisami amortyzacyjnymi, stanowią dla niej nadwyżkę finansową⁹. Kapitału finansowego nie można zatem identyfikować wyłącznie z prawą stroną bilansu spółki i ze statycznymi zapisami księgowymi, ponieważ pomija się w ten sposób istotny aspekt ruchu środków pieniężnych w obrębie podmiotu gospodarczego. Konsekwencją takiego podejścia jest konieczność analizowania kapitału także w ujęciu dynamicznym (strumieniowym), traktowanego w tym przypadku jako strumień funduszy wpływający, wypływający i krążący po przedsiębiorstwie, którego wartość powiększa się wraz z zaangażowaniem w aktywa spółki¹⁰.

4 J. Gajdka, *Teoria struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002, s. 19.

5 R. Milewski, E. Kwiatkowski (red.), *Podstawy ekonomii*, PWN, Warszawa 2006, s. 192.

6 E. Walińska, *Źródła finansowania jako obszar pomiaru i prezentacji w systemie rachunkowości – artykuł dyskusyjny*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2008, nr 44 (100), s. 256.

7 A. Dulinić, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 2001, s. 13.

8 E. Chojnacka, *op. cit.*, s. 14.

9 J. Grzywacz, *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura*, SGH, Warszawa 2008, s. 12.

10 E. Chojnacka, *op. cit.*, s. 15.

Taki ruch kapitału znajduje odzwierciedlenie w rachunku przepływów pieniężnych, który obejmuje główne obszary działalności firmy (operacyjną, inwestycyjną i finansową) i definiuje źródła pochodzenia środków finansowych w danym okresie sprawozdawczym¹¹.

Każdy podmiot gospodarczy musi pozyskać fundusze na prowadzenie i rozwój działalności operacyjnej i inwestycyjnej, dlatego wybór odpowiedniego źródła finansowania należy do najważniejszych i najtrudniejszych zadań, z jakim musi zmierzyć się kadra menedżerska¹². W tym kontekście należy podkreślić, że terminy „źródła kapitału” i „źródła finansowania” nie są ze sobą tożsame. Wprawdzie oba z nich oznaczają strumień środków pieniężnych, które wpływają do spółki w celu sfinansowania jej działalności, jednak „źródła kapitału” są pojęciem węższym w stosunku do „źródeł finansowania”¹³.

Źródła finansowania dzieli się na wewnętrzne i zewnętrzne. Źródła wewnętrzne stanowią środki wypracowane i zgromadzone przez spółkę lub pozyskane w wyniku zmian w jej aktywach. Obejmują one: zysk zatrzymany, odpisy amortyzacyjne, środki pieniężne ze sprzedaży aktywów i przyspieszenie obrotu kapitału.

Finansowanie zewnętrzne dotyczy wykorzystania przez przedsiębiorstwo środków wypracowanych i zgromadzonych przez inne podmioty z otoczenia finansowego¹⁴. Zalicza się do nich fundusze pozyskane bezpośrednio z rynku kapitałowego, pieniężnego lub depozytowo-kredytowego (np. poprzez emisję akcji i dłużnych papierów wartościowych), jak również fundusze zdobyte poza rynkiem finansowym, w wyniku bezpośredniej relacji firmy z innymi podmiotami gospodarczymi, np. krótkoterminowe zobowiązania operacyjne (m.in. kredyt kupiecki) lub ustanowienie nowych udziałów (w przypadku spółek z ograniczoną odpowiedzialnością) (rysunek 1.1)¹⁵. Należy podkreślić, że za pomocą finansowania zewnętrznego przedsiębiorstwo może pozyskać znacznie więcej środków w porównaniu ze źródłami wewnętrznymi.

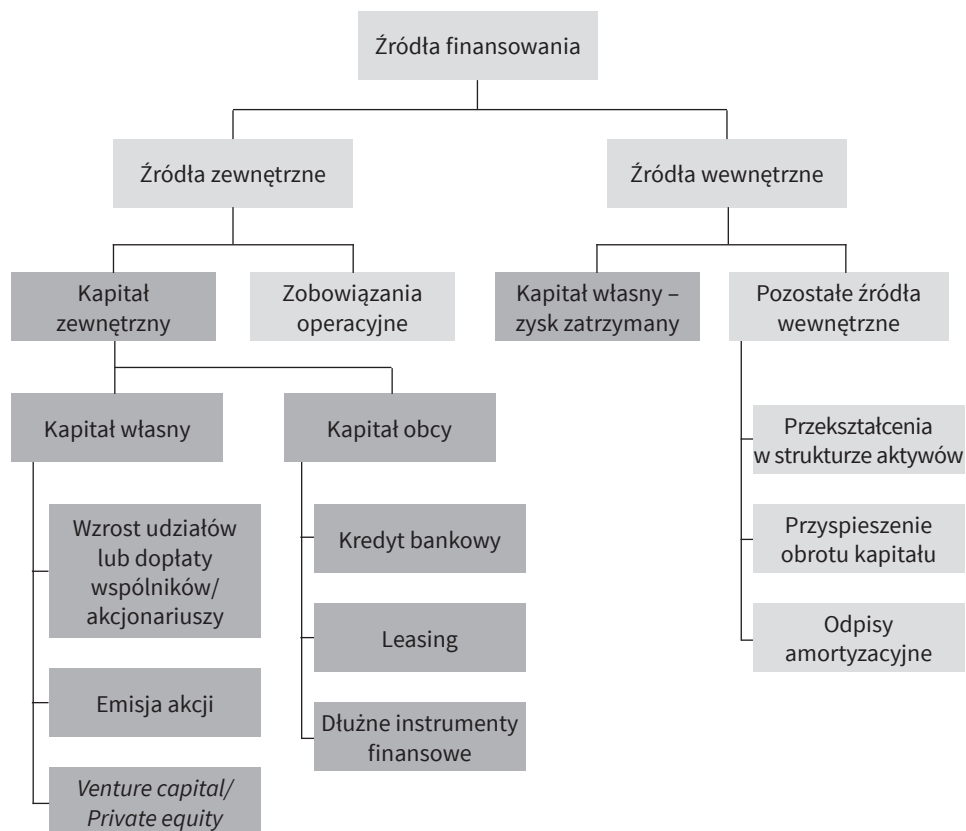
11 *Ibidem*, s. 13, 15.

12 W niniejszej monografii pojęcia: „podmiot gospodarczy”, „spółka”, „przedsiębiorstwo” i „firma” potraktowano jako synonimy, dlatego są one wykorzystywane zamiennie. Podobna kwestia dotyczy terminu „menedżerowie”, który jest tłumaczeniem powszechnie stosowanego w literaturze anglosaskiej pojęcia *managers*. W celu uniknięcia powtórzeń zastosowano terminy: „zarząd”, „kadra menedżerska”, „kadra zarządzająca” i „kadra kierownicza”.

13 A. Dulinić, *Finansowanie przedsiębiorstwa. Strategie i instrumenty*, PWE, Warszawa 2011, s. 37.

14 *Ibidem*, s. 31.

15 *Ibidem*, s. 33–34.



Rysunek 1.1. Źródła finansowania a źródła kapitału

Uwaga: źródła kapitału zostały oznaczone ciemniejszym kolorem.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: J. Grzywacz, *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura*, SGH, Warszawa 2008, s. 12; E. Chojnacka, *Struktura kapitału spółek akcyjnych w Polsce w świetle teorii hierarchii źródeł finansowania*, CeDeWu, Warszawa 2012, s. 21; A. Duliniec, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 2001, s. 36.

Źródła kapitału są pojęciem węższym i nie zalicza się do nich m.in. odpisów amortyzacyjnych, kredytu kupieckiego i zmian w strukturze aktywów firmy. W dużym uproszczeniu można stwierdzić, że tak jak źródła finansowania związane są z rachunkiem przepływów pieniężnych, tak źródła kapitału znajdują odzwierciedlenie w bilansie spółki¹⁶. Kluczowy jest podział źródeł kapitału na kapitał własny i kapitał obcy, który wynika z prawa własności do finansowanych aktywów przysługującego kapitałodawcom¹⁷.

¹⁶ A. Duliniec, *Struktura i koszt...*, s. 35; J. Grzywacz, *op. cit.*, s. 13.

¹⁷ J. Grzywacz, *op. cit.*, s. 13.

Kapitał własny to wartość środków wniesionych i pozostawionych do dyspozycji przedsiębiorstwa przez ich właścicieli (udziałowców, akcjonariuszy lub wspólników) i funduszy wygoszodarowanych przez firmę w toku jej działalności¹⁸. Może on być pozyskany ze źródeł wewnętrznych (wykorzystanie zysku zatrzymanego) lub ze źródeł zewnętrznych (emisja akcji bądź zwiększenie udziałów, w tym także poprzez zaangażowanie inwestorów *private equity* lub *venture capital*).

Wykorzystanie kapitału wewnętrznego jest uwarunkowane poziomem rentowności spółki i uzależnione od wypracowania przez nią dodatniego wyniku finansowego. Udziałowcy (bądź akcjonariusze) decydują na walnym zgromadzeniu o podziale zysku netto na część, która zostanie im wypłacona w postaci dywidendy, i część, która będzie zatrzymana w przedsiębiorstwie jako zysk zatrzymany. Ten ostatni może posłużyć do sfinansowania działalności firm, które nie są notowane na rynku publicznym i które mogą mieć trudności z pozyskaniem kapitału zewnętrznego, m.in. z powodu braku odpowiedniej renomy wśród uczestników rynku, wysokich kosztów emisji papierów wartościowych lub z obawy przed niepożądaną zmianą struktury akcjonariatu i utratą kontroli nad spółką przez dotychczasowych właścicieli (np. na skutek objęcia udziałów przez inwestora *venture capital* lub *private equity*).

W przypadku kapitału własnego pozyskanego ze źródeł zewnętrznych, przedsiębiorstwo może podjąć decyzję o sprzedaży swoich akcji na rynku kapitałowym poprzez ofertę prywatną przeprowadzoną na rynku niepublicznym i adresowaną do wąskiego grona odbiorców (*private placement*) lub poprzez ofertę publiczną skierowaną do wszystkich uczestników rynku (*public offering*). Oferta publiczna jest zarezerwowana przede wszystkim dla spółek znanych, o stabilnych fundamentach finansowych, które nie powinny mieć problemów ze znalezieniem nabywców swoich walorów. Firmy mniejsze, znajdujące się w początkowej fazie rozwoju, ale z perspektywą dynamicznego wzrostu, mogą pokusić się o pozyskanie kapitału od instytucji *venture capital* i przeznaczyć otrzymane fundusze na umocnienie swojej pozycji rynkowej, a następnie na przygotowanie się do debiutu na publicznym rynku kapitałowym. Do innych zewnętrznych źródeł kapitału własnego można zaliczyć akcje uprzywilejowane w zakresie prawa głosu, wypłacanej dywidendy lub podziału majątku spółki w przypadku jej likwidacji.

Kapitał własny stanowi dla podmiotów gospodarczych stabilne i trwałe źródło finansowania działalności, ponieważ jest on im udostępniany na czas nieokreślony, nie podlega zwrotowi, a kapitałodawcy nie otrzymują

18 W. Dębski, *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami przedsiębiorstwa*, PWN, Warszawa 2013, s. 383.

w zamian za jego przekazanie żadnego wynagrodzenia w postaci odsetek. Jest to szczególnie istotne dla firm znajdujących się w trudnej sytuacji finansowej, ponieważ niższy poziom zadłużenia i odpowiednio wysoka zdolność kredytowa ułatwiają spółkom pozyskanie kapitału z innych źródeł zewnętrznych w sytuacjach kryzysowych, np. poprzez zaciągnięcie kredytu bankowego¹⁹.

Finansowanie działalności spółki w oparciu wyłącznie o kapitał własny może być jednak dla przedsiębiorców zadaniem niewykonalnym. Po pierwsze, muszą oni być świadomi, że zasób kapitału własnego jest ograniczony, niezależnie od tego czy pochodzi on ze źródeł wewnętrznych czy zewnętrznych. Nie każda spółka wypracowuje bowiem na tyle wysoki zysk netto, aby mogła dużą jego część przeznaczyć na zysk zatrzymany, a relatywnie wysokie koszty transakcyjne i niski popyt na nowe walory mogą pokrzyżować plany emisji akcji zwykłych. Po drugie, przedsiębiorcy muszą pamiętać, że podwyższenie kapitału własnego wiąże się z niekorzystnym dla akcjonariuszy zjawiskiem „rozwodnienia” zysku przypadającego na jedną akcję (*dilution*), a przekazanie inwestorom części zysku netto w postaci dywidendy nie stanowi kosztu finansowego. Po trzecie, w przypadku osiągnięcia ujemnego wyniku finansowego, spółka jest zmuszona do obniżenia kapitału własnego w celu pokrycia straty. W zależności od jej formy organizacyjno-prawnej, właściciel albo pokrywa ją z prywatnego majątku osobiście (w spółkach cywilnych), albo udział w jej pokryciu jest ograniczany do wartości posiadanych akcji (w spółkach kapitałowych). Po czwarte, w razie bankructwa przedsiębiorstwa, właściciele kapitału własnego mają prawo tylko do jego wartości rezydualnej. Oznacza to, że ich roszczenia wobec majątku firmy są zaspakajane dopiero po uregulowaniu przez nią zobowiązań wobec pozostałych wierzycieli, a więc koszty upadłości spółki mogą przewyższyć kwotę zainwestowanego przez inwestorów kapitału²⁰.

Kapitał obcy definiowany jest jako strumień pieniężny przekazywany podmiotowi przez kapitałodawców, którzy otrzymują w zamian określone wynagrodzenie w postaci odsetek. Pozostaje on do dyspozycji przedsiębiorstwa tylko przez ograniczony czas, ponieważ w terminie zapadalności musi zostać zwrócony wierzycielom. Na tej podstawie można wyróżnić kapitał obcy krótkoterminowy, którego spłata jest wymagana przed upływem jednego roku (m.in. krótkoterminowe papiery dłużne czy bankowy kredyt obrotowy), i kapitał obcy długoterminowy, którego termin

19 J. Ickiewicz, *Pozyskiwanie, koszt i struktura kapitału w przedsiębiorstwach*, SGH, Warszawa 2004, s. 39–40.

20 *Ibidem*, s. 40; A. Damodaran, *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, Helion, Gliwice 2007, s. 751.

spłaty przekracza jeden rok (np. inwestycyjny kredyt bankowy i obligacje korporacyjne). Spółki przeznaczają pozyskane od zewnętrznych inwestorów środki na działalność operacyjną (kapitał krótkoterminowy) i na cele modernizacyjno-inwestycyjne (kapitał długoterminowy)²¹.

Wykorzystanie kapitału obcego, po pierwsze, pozwala firmom na realizację projektów inwestycyjnych znacznie przekraczających ich własne możliwości finansowe. Po drugie, mechanizm odsetkowej tarczy podatkowej (*debt tax shield*) i zakwalifikowanie odsetek od płaconego długu do kosztów finansowych umożliwia spółce obniżenie zobowiązań podatkowych, jak również wykorzystanie efektu dźwigni finansowej do zwiększenia rentowności kapitału własnego. Po trzecie, decydując się na emisję długu, właściciele spółki lub działający w ich imieniu menedżerowie zachowują kluczowy wpływ na zarządzanie przedsiębiorstwem, ponieważ inwestorzy zewnętrzni przeważnie nie otrzymują prawa głosu. Po czwarte, zwiększenie poziomu zadłużenia może podzielać na zarząd przedsiębiorstwa dyscyplinująco i zapobiec podejmowaniu przez niego nieracjonalnych decyzji inwestycyjnych. W spółkach charakteryzujących się wysokimi wolnymi przepływami pieniężnymi z działalności operacyjnej, niskim poziomem zadłużenia i minimalnym ryzykiem bankructwa, kadra menedżerska ma bowiem skłonność do przeznaczania wygenerowanych przez firmę środków na realizację ryzykownych inwestycji, które w perspektywie mogą okazać się nierentowne²². Zwiększenie zadłużenia i obowiązek regulowania odsetek niezależnie od rentowności finansowego przedsięwzięcia, mogą skłonić menedżerów do staranniejszej selekcji dostępnych projektów i lepszego zarządzania całym procesem inwestycyjnym.

Pomimo niewątpliwych zalet kapitału obcego, przedsiębiorstwa nie mogą finansować się wyłącznie długiem. Zbyt wysoki poziom zadłużenia powoduje, że menedżerowie, z obawy przed upadłością spółki i utratą swojej dominującej pozycji, będą unikali realizacji projektów inwestycyjnych, nawet jeśli są one potencjalnie rentowne (problem „niedoinwestowania”). Ponadto, niższa zdolność kredytowa utrudnia podmiotowi pozyskanie funduszy z innych źródeł zewnętrznych. Wysokie zadłużenie zwiększa ryzyko bankructwa firmy, na co szczególnie narażone są spółki

21 A. Duliniac, *Struktura i koszt...*, s. 29–30; J. Grzywacz, *op. cit.*, s. 28–29.

22 Szerzej na ten temat w: S.J. Grossman, O. Hart, *Corporate Financial Structure and Managerial Incentives*, NBER 1983, s. 107–140; M.C. Jensen, *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, „The American Economic Review” 1986, vol. 76(2), s. 323–329; R.M. Stulz, *Managerial Discretion and Optimal Financing Policies*, „The Journal of Financial Economics” 1990, vol. 26(1), s. 3–27; O. Hart, J. Moore, *Debt and Seniority: An Analysis of the Role of Hard Claims in Constraining Management*, „The American Economic Review” 1995, vol. 85(3), s. 567–585.

o dużej zmienności zysków księgowych i przepływów pieniężnych, dlatego niezwykle istotne jest zachowanie odpowiedniego poziomu rezerw gotówkowych i płynności finansowej oraz umiejętne dopasowanie strumienia *cash flow* do poziomu zadłużenia. Koszty bankructwa są dla podmiotu gospodarczego niebagatelne i szacowane na ok. 4–20% jego wartości rynkowej²³.

Podmioty finansujące się kapitałem obcym są także narażone na poniesienie kosztów agencji długu. Są one rezultatem konfliktu interesów między obligatariuszami, akcjonariuszami i działającymi w ich imieniu menedżerami. Powstają one przede wszystkim na trzech obszarach: w trakcie podejmowania decyzji o realizacji określonych projektów inwestycyjnych, przy wyborze źródeł finansowania i przy ustalaniu polityki podziału wypracowanego zysku netto²⁴.

Jak zauważono wcześniej, akcjonariusze przejawiają skłonność do realizowania nadmiernie ryzykownych projektów inwestycyjnych, ponieważ zdają sobie sprawę, że to im przypadną wypracowane przez nowe inwestycje zyski, którymi nie będą musieli dzielić się z posiadaczami obligacji (problem „przesunięcia ryzyka”). Dochody obligatariuszy są bowiem ograniczone wyłącznie do otrzymywanych przez nich płatno-

23 Koszty bankructwa można zdefiniować jako iloczyn prawdopodobieństwa bankructwa i kosztów poniesionych przez spółkę w wyniku ogłoszenia upadłości (za: A. Damodaran, *op. cit.*, s. 841–845). Dzielą się one na koszty pośrednie i koszty bezpośrednie. Koszty pośrednie są wyższe od bezpośrednich i obejmują m.in. utratę przychodów na skutek wycofania się kontrahentów z dotychczasowej współpracy i konieczność wyprzedaży aktywów, często poniżej ich realnej wartości. E. Altman oszacował pośrednie koszty bankructwa na 11–17% wartości spółki na trzy lata przed bankructwem, natomiast G. Andrade i S. Kaplan obliczyli je na ok. 10–23% (zob. E.I. Altman, *A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question*, „The Journal of Finance” 1984, vol. 39(4), s. 1067–1089; G. Andrade, S.N. Kaplan, *How Costly is Financial (Not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed*, „The Journal of Finance” 1998, vol. 53(5), s. 1443–1493). Bezpośrednie koszty bankructwa stanowią koszty prawne i administracyjne towarzyszące procesowi upadłościowemu, m.in. prowizje dla prawników i księgowych, oraz czas, który poświęciła kadra zarządzająca na działania związane z upadłością spółki. Są one wyższe dla firm o wysokim poziomie trudnych do upłynnienia aktywów trwałych. M. Gruber i J. Warner przeanalizowali przypadek jedenastu upadłych amerykańskich spółek kolejowych i obliczyli, że bezpośrednie koszty bankructwa wynoszą 5,3% wartości ich aktywów w chwili ogłoszenia upadłości. B. Betker ocenił te koszty na 3–4%, a E. Tashjian na ok. 2%. M.J. Gruber, J.B. Warner, *Bankruptcy Costs: Some Evidence*, „The Journal of Finance” 1977, vol. 32(2), s. 337–347; B.L. Betker, *The Administrative Costs of Debt Restructuring: Some Recent Evidence*, „Financial Management” 1997, vol. 26(4), s. 56–68; E. Tashjian, *Outcomes in Prepackaged Bankruptcies*, „Journal of Corporate Renewal” 2000, vol. 13 (13), s. 4–9.

24 A. Damodaran, *op. cit.*, s. 847.

ści odsetkowych. Zarząd może podjąć decyzję o sfinansowaniu kolejnych przedsięwzięć inwestycyjnych za pomocą długu, co zwiększy ryzyko finansowe spółki i przyczyni się do obniżenia rynkowej wartości obligacji wyemitowanych przez nią w ubiegłych latach. Sytuacja dotychczasowych wierzycieli może ulec dalszemu pogorszeniu, jeżeli nowy dług będzie miał wyższy priorytet w kolejności zaspokojenia roszczeń wobec majątku przedsiębiorstwa w przypadku jego bankructwa (problem „rozwodnienia zobowiązań wobec wierzycieli”). Dla obligatariuszy niekorzystna może być także wypłata wysokiej dywidendy, która oznacza rezygnację firmy z przeznaczenia części zysku netto na przedterminowy wykup obligacji, co zminimalizowałoby ryzyko niedotrzymania przez nią zobowiązań finansowych wobec inwestorów. Dla zabezpieczenia swoich interesów wierzyciele dążą do ustalenia takich warunków emisji, które utrudniają menedżerom podjęcie niekorzystnych dla nich działań, np. nalegają na ustanowienie dodatkowych zabezpieczeń, nie wyrażają zgody na zwiększanie poziomu zadłużenia, zabiegają o możliwości wetowania niektórych decyzji zarządu lub postulują o zakaz wypłaty dywidendy.

Zagadnienie optymalnej struktury kapitału, czyli takiej proporcji kapitału obcego i własnego, która podnosi rynkową wartość przedsiębiorstwa i obniża średnioważony koszt kapitału, jest przedmiotem zainteresowania badaczy już od połowy lat 50. XX w. Tak jak pojęcia „źródła kapitału” i „źródła finansowania” nie są ze sobą tożsame, tak również należy zaakcentować różnicę pomiędzy terminami: „struktura kapitału” i „struktura finansowania”. Część autorów przekonuje, że „struktura kapitału” spółki wiąże się z jej „strukturą finansowania” i jest relacją całkowitego zadłużenia przedsiębiorstwa i jego kapitałów własnych²⁵. Inni badacze łączą natomiast „strukturę kapitału” z kapitałem stałym, czyli biorą pod uwagę wyłącznie zadłużenie długoterminowe firmy. Oznaczałoby to, że „struktura kapitału” jest pojęciem węższym od „struktury finansowania” i stanowi tylko jej część, ponieważ, zgodnie z tym podejściem, jest ona różnicą „struktury finansowania” i zobowiązań bieżących przedsiębiorstwa²⁶.

Przełomową pracą, która w znacznym stopniu zmieniła podejście do zagadnienia struktury kapitału i stworzyła podwaliny współczesnej nauki o finansach, była publikacja F. Modiglianego i M. Millera²⁷. Autorzy ci doszli do wniosku, że rynkowa wartość przedsiębiorstwa i średni ważony

25 E. Chojnacka, *op. cit.*, s. 37–38; A. Duliniec, *Struktura i koszt...*, s. 14.

26 E. Chojnacka, *op. cit.*, s. 37–38; A. Duliniec, *Struktura i koszt...*, s. 15; M. Jerzemowska, *Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, PWN, Warszawa 1999, s. 14.

27 F. Modigliani, M.H. Miller, *The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment*, „American Economic Review” 1958, vol. 48, s. 261–297.

koszt kapitału są niezależne od struktury jego pasywów. Ich model został jednak umiejscowiony w warunkach rynku doskonałego, w którym kluczowe było przyjęcie braku występowania podatków od osób prawnych, dlatego w kolejnym opracowaniu F. Modigliani i M. Miller uchylili to założenie²⁸. Okazało się wówczas, że wykorzystanie odsetkowej tarczy podatkowej i możliwość pomniejszenia zobowiązań podatkowych przyczyniają się do wzrostu wartości spółki i obniżenia średnioważonego kosztu kapitału. Badacze zasugerowali więc, że w pewnych okolicznościach optymalnym rozwiązaniem dla podmiotów gospodarczych może być finansowanie swojej działalności wyłącznie za pomocą długu.

Największą wadą modeli rynku doskonałego są ich mało realistyczne założenia, dlatego kolejni autorzy podejmujący zagadnienie optymalnej struktury kapitału, chcąc uniknąć zarzutów o zbyt duży rozdzźwięk między koncepcjami teoretycznymi a rzeczywistymi uwarunkowaniami rynkowymi, zaczęli uwzględniać w swoich rozważaniach kwestie bardziej zbliżone do praktyki gospodarczej. Stało się to impulsem dla rozwoju teorii rynku niedoskonałego.

Od początku wiele kontrowersji wzbudzało pomijanie przez badaczy kwestii kosztów bankructwa i związanych z nimi kosztów trudności finansowych (*costs of financial distress*), które wyraźnie ograniczają korzyści przedsiębiorstwa z emisji kapitału obcego. N. Baxter, który skorygował to podejście, uznał, że rynkowa wartość spółki, która wykorzystuje kapitał obcy, jest równa sumie rynkowej wartości przedsiębiorstwa niezadłużonego i wartości tarczy podatkowej, pomniejszonej o koszty trudności finansowych²⁹.

Połączeniem teorii kosztów bankructwa i koncepcji uwzględniających istnienie podatku dochodowego od osób prawnych jest teoria substytucji (*Trade-off Theory*). Wyznacza ona optymalną strukturę kapitału przedsiębiorstwa przy uwzględnieniu korzyści i ryzyka, z jakim wiąże się finansowanie jego działalności za pomocą kapitału obcego. A. Kraus i R. Litzenberger uznali, że spółki zwiększają poziom swojego zadłużenia do momentu, w którym koszt wykorzystania kapitału obcego zrównuje się z korzyściami, jakie daje im z tarcza podatkowa³⁰. Rynkowa wartość przedsiębiorstwa jest wówczas najwyższa, przy najniższym średnioważonym koszcie kapitału. Przekroczenie tej granicy zwiększa jednak ryzyko wystąpienia w firmie trudności finansowych, dlatego jej wartość ulega stopniowemu obniżeniu.

28 F. Modigliani, M.H. Miller, *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*, „The American Economic Review” 1963, vol. 53(3), s. 433–443.

29 N.D. Baxter, *Leverage, Risk of Ruin and the Cost of Capital*, „The Journal of Finance” 1967, vol. 22(3), s. 395–403.

30 A. Kraus, R.H. Litzenberger, *A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage*, „The Journal of Finance” 1973, vol. 28(4), s. 911–922.

Istotną rolę w kształtowaniu struktury kapitału odgrywa także asymetria informacji pomiędzy firmą a otoczeniem zewnętrznym, m.in. na temat jej przyszłych strumieni pieniężnych i możliwości inwestycyjnych. Zdaniem M. Jensena i W. Mecklinga może ona przyczynić się do wybuchu konfliktów agencji między obligatariuszami, akcjonariuszami i menedżerami (*Agency Theory*)³¹. Jak wspomniano wcześniej, koszty agencji wynikające ze sprzecznych interesów menedżerów i akcjonariuszy (koszty agencji kapitału własnego) mogą zostać obniżone dzięki wykorzystaniu kapitału obcego. Wyższy poziom zadłużenia przyczynia się jednak do nasilenia konfliktu interesów między udziałowcami a wierzycielami (koszty agencji kapitału obcego). Może on zostać złagodzony poprzez wprowadzenie do warunków emisji dodatkowych klauzul, które chronią interesy pożyczkodawców, m.in. ograniczeń w wypłacie dywidendy czy zakazu emisji kolejnego długu. Zgodnie z założeniami teorii agencji, poszukiwanie optymalnej struktury kapitału powinno więc polegać na równoważeniu korzyści i strat z tytułu finansowania działalności spółki za pomocą kapitału obcego.

Według teorii sygnałów (*Signalling Theory*), której twórcami są S. Ross³² oraz H. Leland i D. Pyle³³, wybór odpowiedniej struktury kapitału może stanowić dla uczestników rynku pewną informację na temat działalności przedsiębiorstwa, w posiadaniu której są wyłącznie menedżerowie (*private information*). Przekazywany sygnał będzie dla nich wiarygodny tylko wtedy, kiedy koszt fałszywego komunikatu jest na tyle wysoki, że skłoni zarząd do ujawnienia prawdy³⁴. Siła reakcji rynku na upublicznienie wiadomości o emisji określonego rodzaju papierów wartościowych, która znajduje odzwierciedlenie w zmianach kursu akcji emitenta, jest determinowana poziomem asymetrii informacji między firmą a otoczeniem zewnętrznym. Ewentualny spadek cen akcji generuje dla spółki określone koszty, zwane kosztami informacyjnymi (*information costs*). Wyniki wielu badań empirycznych wskazują, że emisja długu z reguły spotyka się z pozytywną reakcją inwestorów, ponieważ jest ona przez nich interpretowana jako sygnał o możliwym wzroście poziomu przychodów firmy, który umożliwi jej terminową spłatę wszystkich

31 M.C. Jensen, W.H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, „The Journal of Financial Economics” 1976, vol. 3, s. 305–360.

32 S.A. Ross, *The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach*, „The Bell Journal of Economics” 1977, vol. 8(1), s. 23–40.

33 H.E. Leland, D.H. Pyle, *Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation*, „The Journal of Finance” 1977, vol. 32(2), s. 371–387.

34 E. Chojnacka, *op. cit.*, s. 64.

zobowiązań finansowych wobec wierzycieli³⁵. Z kolei emisja akcji zwykłych może sugerować rynkowi pogorszenie wyników finansowych emitenta i zostać przez inwestorów odczytana jako chęć sprzedaży przez spółkę przewartościowanych walorów³⁶.

Bazując na dorobku teorii asymetrii informacji i teorii sygnałów, S. Myers i N. Majluf zaprezentowali założenia teorii hierarchii źródeł finansowania (*Pecking Order Theory*). Ich zdaniem, przedsiębiorstwa poszukują takich sposobów pozyskania funduszy, które, przede wszystkim, minimalizują koszty informacyjne i transakcyjne towarzyszące emisjom papierów wartościowych³⁷. Autorzy ci przekonują, że spółki pozyskują kapitał w następującej kolejności: wykorzystanie zysków zatrzymanych, emisja dłużnych papierów wartościowych i emisja akcji.

Skorzystanie przez menedżerów ze źródeł wewnętrznych wynika z chęci utrzymania przez nich dominującej pozycji w przedsiębiorstwie poprzez świadome odizolowanie się od rynku kapitałowego. Droga ta jest jednak zarezerwowana wyłącznie dla podmiotów, które są w stanie wypracować dodatni wynik finansowy. Część wytworzonej przez spółkę nadwyżki finansowej zarząd lokuje w łatwo zbywalne krótkoterminowe papiery wartościowe, które, w razie konieczności, mogą zostać szybko upłynnione. Jeżeli zapotrzebowanie na kapitał zaczyna przekraczać własne możliwości finansowe przedsiębiorstwa, menedżerowie decydują się na wykorzystanie zewnętrznych źródeł finansowania. Na początku przeprowadzana jest emisja długu, która generuje niższe koszty transakcyjne i informacyjne w porównaniu ze sprzedażą akcji. Podwyższenie kapitału własnego poprzez emisję nowych akcji jest rozważane dopiero w ostateczności.

35 Szerzej m.in. w: S.C. Myers, N.S. Majluf, *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have*, „The Journal of Financial Economics” 1984, vol. 13(2), s. 187–221; S.D. Howton, S.W. Howton, S.B. Perfect, *The Market Reaction to Straight Debt Issues: The Effects of Free Cash Flow*, „The Journal of Finance Research” 1998, vol. 21(2), s. 219–228. Należy jednak podkreślić, że część badań nie wykazała negatywnej reakcji rynku na emisję zwykłego długu. Zob. m.in. P. Biliński, A. Mohamed, *The Signaling Effect of Durations between Equity and Debt Issues*, „Financial Markets, Institutions and Instruments” 2015, vol. 24(2–3), s. 162.

36 Szerzej m.in. w: R.A. Korajczyk, D.J. Lucas, R.L. McDonald, *Equity Issues with Time-Varying Asymmetric Information*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1992, vol. 27(3), s. 397–417; R.A. Heron, E. Lie, *A Comparison of the Motivations for and the Information Content of Different Types of Equity Offerings*, „The Journal of Business” 2004, vol. 77(3), s. 605–632.

37 S.C. Myers, N.S. Majluf, *op. cit.*, s. 187–221; S.C. Myers, *The Capital Structure Puzzle*, „The Journal of Finance” 1984, vol. 39(3), s. 575–592.

1.2. Rola kapitału hybrydowego w finansowaniu przedsiębiorstwa

Pomimo długotrwałej dyskusji, bogactwa analiz i powstałych koncepcji, problem optymalnej struktury kapitału w podmiotach gospodarczych wydaje się być jeszcze nierozwiązany. Wiele teorii opiera się na nierealnych założeniach (np. brak podatków od przedsiębiorstw) lub wątpliwych konkluzjach (np. że optymalną strukturą kapitału jest finansowanie wyłącznie długiem). Duża liczba czynników o charakterze mikro- i makroekonomicznym, które wpływają na strukturę kapitału, sprawia, że określenie idealnej relacji kapitału obcego i własnego, która godziłaby interesy menedżerów, akcjonariuszy i obligatariuszy, a także była optymalna dla wszystkich przedsiębiorstw działających na rynku, jest wręcz niemożliwe. O wiele prostsze wydaje się ustalenie takiej relacji dla konkretnej spółki, w której właściciele akceptują określoną stopę zwrotu przy danym ryzyku finansowym. Wykorzystanie konkretnego rodzaju kapitału może przynieść firmie wymierne korzyści, jednak żaden z nich nie jest wolny od wad. Od dawna podejmuje się więc próby znalezienia takiego sposobu finansowania, który łączyłby najlepsze cechy kapitału własnego i obcego, a jednocześnie minimalizował ich słabe strony. Wydaje się, że warunki te może spełniać kapitał hybrydowy.

Hybrydowe papiery wartościowe (*hybrid securities*) najczęściej przyjmują postać kapitału obcego, który przynosi ich posiadaczom stały dochód w postaci odsetek, a wbudowana opcja konwersji uprawnia inwestorów do ich zamiany na udziały emitenta³⁸. Możliwa jest także emisja udziałowych instrumentów hybrydowych, ale ich zbiorowość nie jest tak liczna, jak grupa instrumentów dłużnych. Do konwersji może dojść wyłącznie w trakcie tzw. okresu konwersji, jednak dodanie opcji *call* lub *put* umożliwia emitentom lub inwestorom doprowadzenie do umorzenia tych papierów wartościowych teoretycznie w dowolnym momencie przed terminem ich zapadalności. Realizacja opcji konwersji przez inwestorów ma z reguły charakter fakultatywny, ale w przypadku instrumentów przymusowo zamiennych (*mandatory hybrid securities*), ich zamiana na akcje przedsiębiorstwa jest obligatoryjna. Dopuszczalna jest także konwersja warunkowa (*contingent conversion*), której realizacja dokonuje się automatycznie, co jest uzależnione od zaistnienia określonego zdarzenia, np. cena akcji emitenta musi obniżyć się do ustalonego wcześniej poziomu.

38 W monografii przyjęto, że zbiór hybrydowych papierów wartościowych jest utożsamiany ze zbiorem hybrydowych instrumentów finansowych.

Emisja hybrydowych papierów wartościowych prowadzi do wzrostu całkowitej wartości kapitału spółki, a realizacja opcji konwersji przez obligatariuszy przyczynia się do zmiany struktury jej pasywów – obniża się poziom zadłużenia, przy jednoczesnym podwyższeniu kapitału własnego. Wywołuje to niekorzystne, z punktu widzenia akcjonariuszy, obniżenie zysków przypadających na jedną akcję. Mimo że jest ono odroczone do momentu konwersji, a przedsiębiorstwa mogą do pewnego stopnia łagodzić to zjawisko, to nie ma możliwości jego całkowitego wyeliminowania.

Inwestorzy podejmują decyzję o przeprowadzeniu konwersji, jeżeli wartość akcji, które mogą zostać przez nich objęte w wyniku zamiany, przewyższa nominalną wartość długu, który byłby od nich wykupiony przez emitenta w terminie zapadalności. Oznacza to, że wartość opcji konwersji rośnie wraz ze wzrostem wartości walorów spółki. Jeśli wartość akcji jest niższa od wartości nominalnej obligacji, to obligatariusze rezygnują z realizacji opcji zamiany i czekają na wykup długu przez przedsiębiorstwo.

Literatura przedmiotu często przyrównuje kapitał hybrydowy do kapitału typu *mezzanine*, który także łączy w sobie cechy kapitału własnego i obcego. Jest on wykorzystywany przez przedsiębiorstwa do pozyskania środków m.in. w fazie dynamicznego wzrostu lub na sfinansowanie transakcji wykupów lewarowanych (*LBOs*). Najczęściej przyjmuje on formę kapitału obcego (*debt mezzanine*), czego przykładem może być dług podporządkowany (*subordinated debt*). Nie wymaga on ustalenia dodatkowych zabezpieczeń, ma niższy priorytet w kolejności zaspokojenia roszczeń wobec majątku emitenta na wypadek jego bankructwa w porównaniu ze zwykłymi obligacjami i najczęściej pozyskuje się go poprzez emisje prywatne. Skutkuje to jego wyższym oprocentowaniem, dlatego przez inwestorów jest traktowany jako papier wartościowy przynoszący wysoki dochód. Na drugim biegunie znajdują się instrumenty, które za cenę niższych zysków dają inwestorom możliwość partycypowania we wzroście rynkowej wartości spółki. Jest to kapitał *mezzanine* o cechach kapitału własnego (*equity mezzanine*), który może przyjąć postać m.in. opcji na akcje, warrantów subskrypcyjnych lub prawa do partycypacji w zyskach, jednak z wyłączeniem udziału inwestorów w pokryciu ewentualnych strat³⁹.

Wydaje się, że ze względu na różnorodność definicji „kapitału *mezzanine*” w teorii finansów, jej niedoprecyzowanie w przepisach prawa i podobieństwo między poszczególnymi instrumentami, bardzo trudne jest wykazanie jednoznacznej różnicy między kapitałem hybrydowym a kapitałem *mezzanine*. Wprowadzenie wykorzystanie hybrydowych papierów wartościowych również dopuszcza ich sprzedaż poprzez emisje prywat-

39 J. Grzywacz, *op. cit.*, s. 49–71.

ne, emisje instrumentów o charakterze udziałowym (np. uprzywilejowane akcje zamienne) lub możliwość regulowania priorytetu w kolejności zaspokojenia roszczeń wierzycieli wobec majątku emitenta w przypadku jego upadłości (np. *senior* lub *subordinated convertible bonds*), to jednak żaden hybrydowy papier wartościowy nie zapewnia np. wyłączenia inwestorów z uczestnictwa w pokryciu strat emitenta. Wszystko to sprawia, że podział na kapitał *mezzanine* i kapitał hybrydowy jest raczej umowny i ma charakter uznaniowy.

W celu przedstawienia istoty finansowania hybrydowego i zrozumienia jego mechanizmów, niezbędne jest zapoznanie się z podstawową terminologią związaną z tym zagadnieniem. Ze względu na zdecydowaną przewagę instrumentów o cechach kapitału obcego, poniższy opis będzie dotyczył dłużnych papierów wartościowych, jednak ze względu na podobieństwa między poszczególnymi instrumentami hybrydowymi, część pojęć jest wykorzystywana także w kontekście papierów wartościowych o charakterze udziałowym. Do najważniejszych cech opisujących hybrydowe instrumenty finansowe należą:

- wartość nominalna (*par value*) – wartość zobowiązania emitenta wobec obligatariuszy,
- oprocentowanie (*coupon*) – wartość odsetek należnych obligatariuszowi,
- cena emisyjna (*issue price*) – cena, po której inwestorzy nabywają instrumenty hybrydowe w dniu emisji,
- termin zapadalności (*maturity*) – dzień wykupu instrumentów hybrydowych przez emitenta,
- współczynnik konwersji (*conversion ratio*) – liczba akcji, na które może zostać zamieniony hybrydowy papier wartościowy:

$$\text{współczynnik konwersji} = \frac{\text{wartość nominalna instrumentu hybrydowego}}{\text{cena konwersji}},$$

- cena konwersji (*conversion price*) – cena, po której inwestorzy mają prawo objąć akcje emitenta w wyniku realizacji opcji konwersji:

$$\text{cena konwersji} = \frac{\text{wartość nominalna instrumentu hybrydowego}}{\text{współczynnik konwersji}},$$

- wartość konwersji (*conversion value*) lub inaczej parytet (*parity*) – rynkowa wartość akcji, na które może zostać zamieniony hybrydowy papier wartościowy:

$$\text{wartość konwersji} = \text{bieżąca cena akcji} \times \text{współczynnik konwersji},$$

- premia konwersji (*conversion premium*) – wyrażona w procentach różnica między rynkową ceną instrumentu hybrydowego a wartością konwersji; informuje, o ile więcej są skłonni zapłacić inwestorzy za posiadanie hybrydowego papieru wartościowego zamiast ekwiwalentu akcji emitenta równego wartości konwersji:

$$\text{premia konwersji} = \frac{\text{cena instrumentu hybrydowego} - \text{wartość konwersji}}{\text{wartość konwersji}},$$

- początkowa premia konwersji (*initial conversion premium*) – określa relację między ceną konwersji a rynkową ceną akcji emitenta w momencie emisji instrumentu hybrydowego:

$$\text{początkowa cena konwersji} = \frac{\text{cena konwersji}}{\text{cena akcji w chwili emisji instrumentu hybrydowego}},$$

- okres konwersji (*conversion period*) – liczba dni, w których inwestorzy mogą przeprowadzać zamianę instrumentu hybrydowego na udziały emitenta⁴⁰.

Ustalenie odpowiednich parametrów emisji wpływa na opłacalność pozyskania przez emitenta środków za pomocą kapitału hybrydowego. Koszt zdobycia funduszy jest determinowany poziomem oprocentowania papieru wartościowego, które różni się w zależności od rodzaju wykorzystanego instrumentu i dołączonych klauzul dodatkowych. Za sprawą wbudowanej opcji konwersji, która umożliwia inwestorom partycypowanie we wzroście rynkowej wartości kapitału własnego emitenta (*upside potential*), kupon oferowany przez instrumenty hybrydowe *plain vanilla* jest zwykle o 2–4 pkt proc. niższy w porównaniu ze zwykłymi obligacjami korporacyjnymi o podobnych parametrach i ryzyku⁴¹. Znacznie wyżej oprocentowane są papiery wartościowe o przymusowej konwersji bądź te, które mogą zostać przedterminowo umorzone na wniosek spółki (z dołączoną opcją *call*). Aby zachęcić inwestorów do nabycia, a następnie do przetrzymania instrumentów hybrydowych do terminu zapadalności i powstrzymać ich od przedterminowego wycofania swoich funduszy poprzez realizację opcji *put*, stopa procentowa hybrydowych papierów

40 Opracowano na podstawie m.in.: S. Das, *Structured Products and Hybrid Securities*, John Wiley & Sons, New York 2001, s. 364; H. Woodson, *Global Convertible Investing*, John Wiley & Sons, New York 2002, s. 5–7; I. Nelken, *Handbook of Hybrid Instruments*, John Wiley & Sons, Chichester 2000, s. 5–9.

41 S. Das, *op. cit.*, s. 366.

wartościowych jest przeważnie wyższa od stopy dywidendy wypłacanej z akcji zwykłych emitenta (tzw. *positive yield advantage*).

Obligatariusze mogą nabyć papiery wartościowe o kuponie stałym (*fixed coupon*) lub zmiennym (*variable coupon* lub *floating coupon*), który może zmieniać się wraz z wahaniami przyjętego benchmarku, np. stopy LIBOR. Dopuszczalna jest także możliwość obniżenia lub podwyższenia oprocentowania w trakcie okresu zapadalności instrumentów hybrydowych m.in. w reakcji na zmianę oceny ratingowej emitenta lub przekształcenia w jego strukturze właścicielskiej (*step coupon*)⁴².

Realizacja opcji konwersji przez obligatariuszy jest uzależniona od poziomu cen akcji spółki. W tym kontekście można rozpatrywać trzy sytuacje:

- instrumenty hybrydowe są „w cenie” (*in-the-money*) – oznacza to, że rynkowa cena akcji emitenta jest wyższa od ustalonej ceny konwersji – inwestorzy podejmują decyzję o realizacji opcji konwersji,
- instrumenty hybrydowe są „poza ceną” (*out-of-the-money*) – rynkowa cena akcji jest niższa od ceny konwersji – inwestorzy powstrzymują się z dokonaniem zamiany,
- instrumenty hybrydowe są „po cenie” (*at-the-money*) – rynkowa cena akcji jest równa cenie konwersji – z ekonomicznego punktu widzenia, dla inwestorów jest obojętne, czy zdecydują się na przeprowadzenie konwersji, czy z tego prawa zrezygnują⁴³.

Powodzenie konwersji w dużej mierze zależy od ustalenia odpowiedniej ceny konwersji, która z reguły jest o 15–25% wyższa od wartości walorów emitenta w momencie emisji hybrydowych papierów wartościowych⁴⁴. Dzięki takiemu rozwiązaniu przedsiębiorstwo może pozyskać większą ilość kapitału w porównaniu ze zwykłą emisją akcji, chociaż sam moment podwyższenia kapitału własnego zostaje opóźniony do chwili zamiany instrumentów dłużnych na udziały spółki przez inwestorów.

42 Innym rodzajem instrumentów hybrydowych ze względu na typ kuponu są *flat trading convertibles*. Inwestorzy, którzy decydują się na zakup obligacji korporacyjnych na rynku wtórnym z reguły nabywają je po bieżącej cenie rynkowej, powiększonej o narosłe odsetki od momentu ostatniej płatności kuponowej. Obligacje typu *flat trading* są jednak kupowane po cenie rynkowej bez uwzględnienia skumulowanych odsetek.

43 Taka terminologia występuje w polskiej literaturze przedmiotu. Zob. W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, PWN, Warszawa 2014, s. 396–397; W. Tarczyński, M. Zwolankowski, *Inżynieria finansowa. Instrumentarium, strategie, zarządzanie ryzykiem*, Agencja Wydawnicza Placet, Warszawa 1999, s. 91.

44 S. Das, *op. cit.*, s. 365.

Z kolei sprzedaż długu hybrydowego z początkową premią konwersji rzędu 30–70% może stanowić dla spółki alternatywę dla emisji zwykłych obligacji korporacyjnych i pomóc jej w obniżeniu kosztów finansowych. Ze względu na fakt, że dług zamienny może nigdy nie stać się *in-the-money*, firma dokonuje emisji papierów wartościowych o relatywnie niższym oprocentowaniu, bez obawy o zmianę struktury jej akcjonariatu w przyszłości. Wyższa premia konwersji wymaga jednak ustalenia relatywnie wyższego oprocentowania, które powinno zrekomensować inwestorom niższe prawdopodobieństwo zamiany obligacji na udziały emitenta.

Cena konwersji może teoretycznie zostać ustalona także z pewnym dyskontem do ceny akcji przedsiębiorstwa w momencie emisji instrumentów dłużnych. Może zostać to wykorzystane w procesach restrukturyzacyjnych, przy założeniu, że wyemitowane obligacje nigdy nie zostaną przez spółkę wykupione, a podmiot, który udostępnił swój kapitał, obejmie akcje emitenta bez względu na ich wartość rynkową.

Przedsiębiorstwa powinny zwrócić uwagę, aby cena konwersji nie była przesadnie niska, ponieważ automatycznie wpływa ona na większą wartość współczynnika konwersji. Im jest on wyższy, tym większe jest „rozwodnienie” kapitału własnego na skutek realizacji opcji zamiany przez obligatariuszy. Niedogodność ta może jednak zostać złagodzona poprzez dołączenie odpowiednich klauzul, które umożliwiają spółkom modyfikację ceny konwersji, a tym samym wysokość współczynnika konwersji, w trakcie okresu zapadalności instrumentów hybrydowych (*anti-dilution clauses*). Aspekt ten będzie poruszony w dalszej części pracy.

Premia konwersji (*conversion premium*) zmienia się wraz ze zmianami ceny akcji przedsiębiorstwa. Zostanie to przeanalizowane na przykładzie zwykłej obligacji zamiennej. Jeśli cena akcji spółki jest wysoka, to wartość obligacji zbliża się do wartości konwersji, ponieważ prawdopodobieństwo realizacji opcji zamiany przez obligatariuszy jest wówczas wysokie – oznacza to niższą premię konwersji. Obligacja zamienna jest więc wtedy traktowana przez inwestorów jak ekwiwalent akcji zwykłych, dlatego jej wartość staje się bardziej wrażliwa na wahania cen akcji emitenta niż na zmianę rynkowych stóp procentowych⁴⁵.

Niska wartość akcji przedsiębiorstwa wiąże się z kolei z wyższą premią konwersji. Istnieje wówczas większa szansa na przeprowadzenie wykupu obligacji przez emitenta niż na realizację opcji konwersji przez inwestorów. Obligacja zamienna staje się więc dla uczestników

45 K.B. Connolly, *Pricing Convertible Bonds*, John Wiley & Sons, Chichester 1998, s. 6–7; H. Woodson, *op. cit.*, s. 8.

rynku alternatywą dla zwykłego długu, stąd większy wpływ na jej wartość ma poziom rynkowych stóp procentowych niż zmienność kursu akcji firmy⁴⁶.

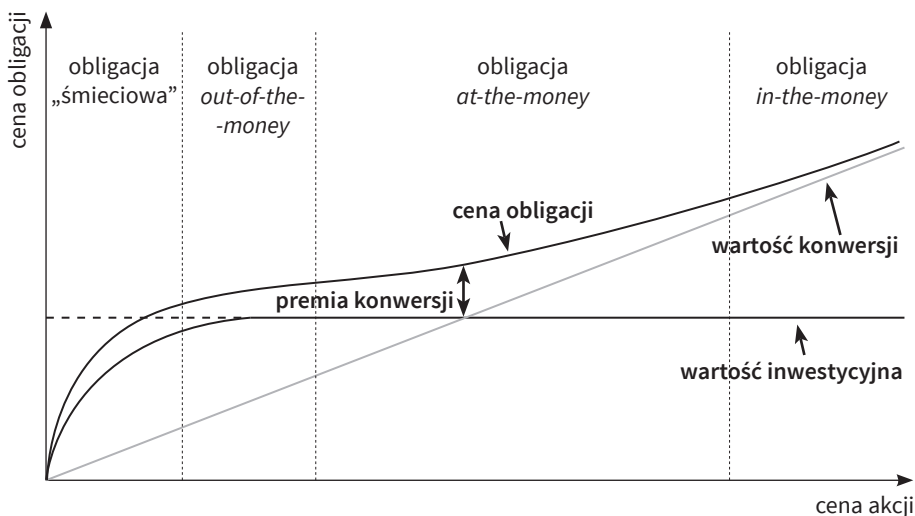
Inwestorzy ponoszą koszty premii konwersji, ponieważ posiadane obligacje zamienne stanowią dla nich większą wartość niż pakiet akcji emitenta równy wartości konwersji. Jeżeli wartość nominalna obligacji zamiennej wynosi 1000 zł, jej aktualna cena rynkowa 1200 zł, a wartość konwersji 800 zł, to premia konwersji jest równa $(1200 - 800)/800 = 50\%$. Oznacza to, że za obligację zamienną, której rynkowa cena wynosi 1200 zł, inwestorzy są skłonni zapłacić o 50% więcej niż za pakiet akcji emitenta o wartości równej 800 zł⁴⁷.

Co sprawia, że inwestorzy są skłonni do ponoszenia kosztów premii konwersji? Dzieje się tak z dwóch powodów. Po pierwsze, konstrukcja obligacji zamiennej chroni obligatariuszy przed spadkiem ceny akcji spółki, ponieważ emitent wykupi od nich nominalną wartość długu, jeśli w terminie zapadalności obligacje będą „poza ceną” (*downside protection*). Po drugie, cena obligacji nie może spaść poniżej jej wartości inwestycyjnej (*investment value*), która jest równa wartości obligacji zwykłej o podobnych parametrach i ryzyku. Zauważmy bowiem, że jeżeli cena akcji spółki znajduje się na tak niskim poziomie, przy którym inwestorzy uważają przeprowadzenie konwersji za mało prawdopodobne, to obligacja zamieniana jest przez nich traktowana jak zwykły dług, który w terminie zapadalności zostanie wykupiony przez emitenta. Wartość inwestycyjna długu hybrydowego jest więc funkcją rynkowych stóp procentowych, spreadu kredytowego⁴⁸ i czasu pozostałego do wykupu obligacji zamiennej, czyli parametrów, które wpływają na cenę zwykłych obligacji. Pozostaje ona niewrażliwa na wahania kursu akcji przedsiębiorstwa, jednak tylko do momentu, w którym bankructwo spółki jest wysoce prawdopodobne. Cena obligacji obniża się wtedy wraz z dalszym spadkiem kapitalizacji rynkowej firmy (rysunek 1.2).

46 *Ibidem*.

47 Opracowano na podstawie: K.B. Connolly, *op. cit.*, s. 6; H. Woodson, *op. cit.*, s. 8; J.F. Fabozzi, *Rynki obligacji. Analiza i strategię*, WIG-Press, Warszawa 2000, s. 451; K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje. Instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2006, s. 171.

48 Spread kredytowy jest różnicą pomiędzy oprocentowaniem dwóch obligacji o identycznych parametrach emisji, ale różnym ryzyku inwestycyjnym (np. 10-letnia obligacja skarbową i 10-letnia obligacja korporacyjną wyemitowaną przez konkretną spółkę).



Rysunek 1.2. Wpływ ceny akcji emitenta na wartość obligacji zamiennej

Źródło: opracowanie własne na podstawie: H. Woodson, *Global Convertible Investing*, John Wiley & Sons, New York 2002, s. 9.

Należy także wspomnieć o istotnej, z punktu widzenia inwestorów, mierze, jaką jest próg rentowności obligacji zamiennej (*breakeven point*). Jest on definiowany jako liczba lat, po której dochody osiągnięte przez inwestorów z tytułu posiadania obligacji zamiennych (czyli otrzymywane odsetki) przekroczą wartość premii konwersji, która jest utożsamiana z utraconymi dochodami z tytułu akcji (czyli wypłaconą dywidendą)⁴⁹. Progu rentowności jest wyznaczany z następującej formuły:

$$BEP = \frac{\text{premia konwersji}}{\text{kupon} - (\text{dywidenda na akcję} \times \text{współczynnik konwersji})}$$

Jeżeli z szacunków inwestorów wynika, że liczba lat konieczna do osiągnięcia przez obligację zamienną progu rentowności znacznie przekroczy okres jej zapadalności, to obligatariusze mogą stwierdzić, że cena emisyjna obligacji jest nieadekwatna do ryzyka, które poniosą decydując się na zakup długu hybrydowego⁵⁰.

49 Pewną słabością miernika jest nieuwzględnienie bieżącej wartości przyszłych przepływów pieniężnych z obligacji. Za: C. Davenport, *Convertible Bonds. A Guide*, Citigroup, December 2003, s. 9.

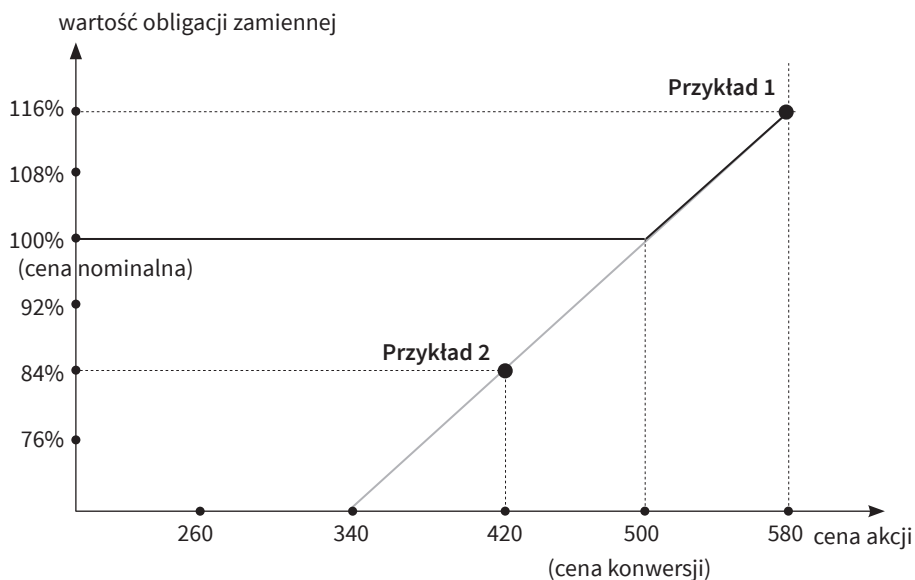
50 *Ibidem*, s. 10.

Kolejną istotną miarą jest premia za ryzyko obligacji zamiennej, która jest wyrażoną w procentach nadwyżką rynkowej ceny długu hybrydowego ponad jego wartość inwestycyjną:

$$\text{premia za ryzyko} = \frac{\text{rynkowa cena obligacji zamiennej}}{\text{wartość inwestycyjna obligacji zamiennej}} - 1$$

Informuje ona, jak wiele ponad bezpieczną wartość inwestycyjną obligacji są skłonni zapłacić inwestorzy za posiadanie opcji zamiany długu na akcje emitenta, czyli jest związana z wartością opcji konwersji⁵¹.

Do interesujących wniosków prowadzi także analiza uproszczonej funkcji wypłaty długu zmiennego (*pay-off function*) (rysunek 1.3).



Rysunek 1.3. Funkcja wypłaty obligacji zamiennej w terminie zapadalności

Źródło: opracowanie własne na podstawie: B. Thoma, *Convertible Bonds – an Introduction*, Fisch Asset Management, Zurich, s. 6.

Jak wspomniano wcześniej, ze względu na swoją hybrydową naturę, cena długu zmiennego jest przy wysokich cenach akcji emitenta wyjątkowo wrażliwa na wahania ich kursu. Przypuśćmy, że spółka wyemitowała obligacje zamienne o wartości nominalnej 5000 zł i współczynniku

51 *Ibidem*, s. 14.

konwersji 10. Jeżeli cena akcji spółki wzrośnie z 500 zł w chwili emisji obligacji do 580 zł w terminie zapadalności długu, to cena obligacji będzie wynosiła 116% swojej wartości nominalnej (Przykład 1). Zwróćmy uwagę, że w dniu wykupu cena obligacji nie może być w tym przypadku niższa od wartości nominalnej, ponieważ w przeciwnym razie inwestor mógłby przeprowadzić transakcję arbitrażu. W tym celu dokonałby on zakupu tanich obligacji (np. za 90% ich wartości nominalnej), zamienił je na akcje, które natychmiast sprzedałby za 580 zł, realizując określony zysk. Zauważmy także, że przy cenie akcji emitenta na poziomie 580 zł inwestor osiągnie zysk nawet jeśli nie zdecyduje się na realizację opcji konwersji, pomimo faktu, że obligacje są „w cenie”. Może on po prostu sprzedać posiadane instrumenty dłużne na rynku wtórnym tuż przed terminem ich zapadalności, ponieważ będą one wówczas kwotowane 16 pkt proc. powyżej swojej wartości nominalnej⁵².

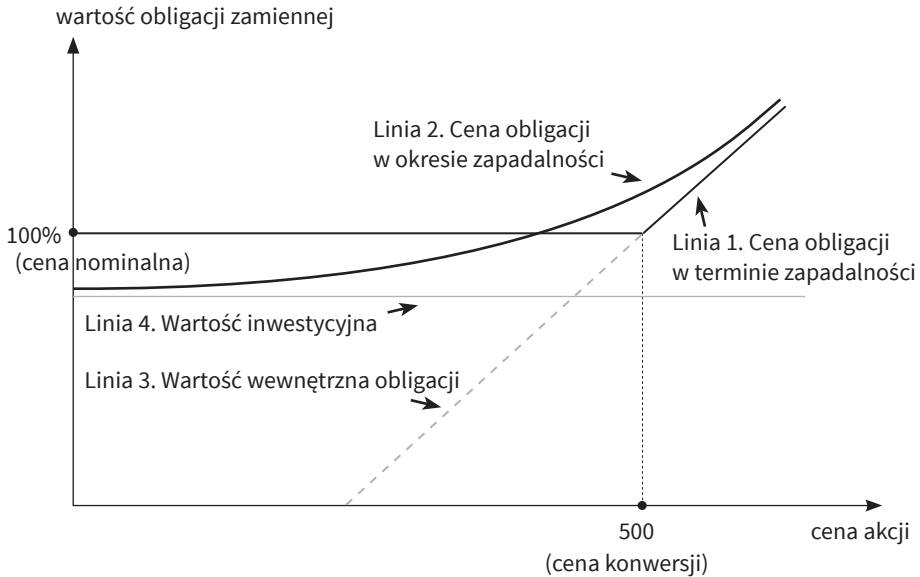
Jeżeli z kolei cena akcji emitenta obniży się w dniu wykupu obligacji do 420 zł, to przy współczynniku konwersji równym 10, wartość konwersji wyniesie jedynie 4200 zł, czyli będzie znacznie niższa od nominalnej wartości długu (obligacje są więc „poza ceną”) (Przykład 2). W takim przypadku, racjonalnie postępujący inwestorzy nie zdecydują się na przeprowadzenie konwersji. Nie oznacza to jednak, że obligatariusze poniosą stratę, ponieważ mają oni zagwarantowany wykup nominalnej wartości długu (5000 zł) przez emitenta.

Przez cały okres zapadalności, cena długu zamiennego ulega jednak ciągłym wahaniom. Problematykę związaną z tą kwestią egzemplifikuje wykres przedstawiony na rysunku 1.4. Linia 2. odzwierciedla teoretyczną wartość długu hybrydowego w okresie do wykupu. Zauważmy, że może być ona wyższa lub niższa od wartości obligacji w terminie zapadalności (linia 1.), jednak odchylenia od ceny nominalnej stają się coraz mniejsze wraz ze zbliżaniem się do daty wykupu długu. Linia 3. oznaczono wartość wewnętrzną obligacji zamiennej (*intrinsic value*), utożsamianą z wartością konwersji (parytetem). Jeśli cena akcji spółki wynosi 420 zł, to wartość konwersji jest równa 4200 zł, jeśli 580 zł, to parytet jest równy 5800 zł. Obligacja jest zawsze wyceniana powyżej jej wartości wewnętrznej, ale w dniu wykupu długu różnica ta jest bardzo mała. W terminie zapadalności inwestor albo zdecyduje się na przeprowadzenie konwersji długu na akcje (np. przy parytecie 5800 zł), albo emitent wykupi od niego obligacje po cenie nominalnej (5000 zł). Podkreślmy raz jeszcze, że wartość obligacji nie może spaść poniżej jej wartości inwestycyjnej (linia 4.)⁵³. Przy niskich cenach akcji, cena długu hybrydowego przestaje

52 Na podstawie: *ibidem*, s. 4–9.

53 Przy założeniu, że emitent obligacji zamiennych nie jest bliski bankructwa.

być wrażliwa na wahania cen akcji, a większy na nią wpływ zyskują czynniki determinujące wartość zwykłych obligacji, czyli np. poziom rynkowych stóp procentowych.



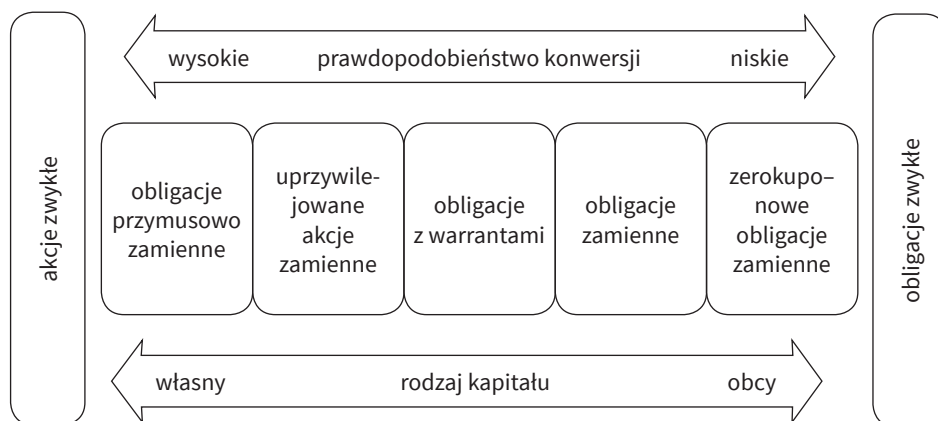
Rysunek 1.4. Wartość rynkowa, wewnętrzna i inwestycyjna obligacji zamiennej

Źródło: opracowanie własne na podstawie: B. Thoma, *Convertible Bonds – an Introduction*, Fisch Asset Management, Zurich, s. 8.

Do kluczowych parametrów emisji obligacji zamiennych należą także okres zapadalności i okres konwersji. Jeżeli będą one zbyt krótkie, to istnieje ryzyko, że cena akcji emitenta „nie zdąży” przekroczyć ustalonej ceny konwersji i inwestorzy nie zdecydują się na realizację opcji zamiany, a spółka będzie musiała ponieść koszty wykupu długu. Zbyt długi okres zapadalności i okres konwersji ograniczają z kolei elastyczność menedżerów w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych i utrudniają im szybką reakcję na wahania koniunktury rynkowej i zmiany sytuacji finansowej przedsiębiorstwa, ponieważ do ewentualnej konwersji długu na akcje będzie mogło dojść dopiero w bliżej nieokreślonym momencie w przyszłości. Problem ten można jednak rozwiązać poprzez dodanie opcji *call*, która daje emitentowi prawo wymuszenia konwersji na obligatariuszach przed terminem zapadalności długu.

W zależności od rodzaju instrumentów hybrydowych i dołączonych praw dodatkowych, można dokonać ich podziału na instrumenty o cechach kapitału własnego bądź o cechach kapitału obcego. Jeśli prawdo-

podobieństwo konwersji jest pewne lub bardzo wysokie – instrument posiada cechy kapitału własnego. Jeżeli niskie – jest on traktowany przez uczestników rynku jak kapitał obcy. Na podstawie takiego kryterium podziału wyróżnia się: obligacje przymusowo zamienne, uprzywilejowane akcje zamienne, obligacje z warrantami, zwykłe obligacje zamienne i zerokuponowe obligacje zamienne (rysunek 1.5).



Rysunek 1.5. Rodzaje instrumentów hybrydowych

Źródło: opracowanie własne na podstawie: H. Woodson, *Global Convertible Investing*, John Wiley & Sons, New York 2002, s. 12.

Warto zauważyć, że w długim terminie (5–50 lat) niemal każdy z wymienionych rodzajów kapitału hybrydowego może zostać zamieniony na udziały emitenta, ponieważ istnieje bardzo duża szansa, że przez tak długi okres papiery wartościowe staną się „w cenie”. Prawdopodobieństwo konwersji jest więc szacowane na podstawie analizy krótszego przedziału czasu i przy uwzględnieniu charakterystycznych cech danego instrumentu, np. obligacje przymusowo zamienne muszą zostać zamienione na akcje przedsiębiorstwa.

Zerokuponowe obligacje zamienne (*zero-coupon convertible bonds*) to przykład instrumentu hybrydowego o cechach kapitału obcego. Obligatariusze nie otrzymują z tytułu ich posiadania żadnych odsetek, ale w momencie emisji mogą nabyć je z dyskontem do ich wartości nominalnej. Są one wykorzystywane przez przedsiębiorstwa głównie ze względów podatkowych – umożliwiają im pozyskanie kapitału przy zerowych kosztach obsługi zadłużenia, dlatego najczęściej są emitowane z bardzo długim terminem wykupu (ok. 5–20 lat).

Zwykłe obligacje zamienne (*convertible bonds*) to wzorcowy przykład kapitału hybrydowego. W początkowej fazie finansowania pełnią one funkcję zwykłego długu, od którego obligatariusze otrzymują odsetki, jednak w trakcie okresu konwersji mogą one zostać przez nich zamienione na akcje emitenta lub zostać przedstawione spółce do wykupu w terminie zapadalności. Realizacja opcji konwersji przez inwestorów przyczynia się do zmiany struktury kapitału firmy – obniża się jej poziom zadłużenia, a podwyższeniu ulega kapitał własny. Niepowodzenie konwersji oznacza konieczność wykupu długu przez przedsiębiorstwo, co może wpłynąć negatywnie na jego sytuację finansową. Wbudowana opcja konwersji sprawia, że obligacje zamienne na ogół oferują inwestorom niższy kupon w porównaniu ze zwykłymi obligacjami korporacyjnymi o podobnych parametrach i ryzyku, a zatem ich emisja może posłużyć podmiotom gospodarczym do obniżenia kosztów obsługi zadłużenia. Wśród innych motywów emisji długu zamiennego wymienia się m.in. zwiększenie elastyczności zarządu w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych lub możliwość pozyskania kapitału w okresie niedowartościowania akcji spółki.

Obligacje przymusowo zamienne lub inaczej obligacje mandatowe⁵⁴ (*mandatory convertible bonds*) to instrumenty hybrydowe o najsilniejszych cechach kapitału własnego. Ich specyficzna konstrukcja sprawia, że zamiana tych obligacji na udziały emitenta jest dla inwestorów obligatoryjna. Oznacza to, że obligatariusze nie są w żaden sposób chronieni przed spadkami cen akcji przedsiębiorstwa, dlatego emitent stara się im to zrekompensować poprzez wyższy kupon odsetkowy w porównaniu ze zwykłymi obligacjami zamiennymi. Pomimo relatywnie wysokiego kosztu pozyskania kapitału, dług przymusowo zamienny stanowi dla emitentów jeden z najbardziej atrakcyjnych sposobów zdobycia funduszy, ponieważ daje im gwarancję podwyższenia kapitału własnego, niezależnie od ich sytuacji finansowej i uwarunkowań makroekonomicznych.

Omawiając poszczególne rodzaje instrumentów hybrydowych, należy zwrócić uwagę na dwa papiery wartościowe, których konstrukcja istotnie różni się od długu zamiennego na akcje. Pierwszy z nich to obligacje z dołączonymi warrantami (*bonds with warrants*). Są one połączeniem zwykłego długu z warrantem subskrypcyjnym, który daje jego posiadaczowi prawo kupna akcji przyszłych emisji po ustalonej cenie wykonania. Liczba walorów jest określana na podstawie wartości współczynnika konwersji. Zwykłą obligacją zamienną od obligacji z dołączonym warrantem różni to, że w przypadku tej pierwszej opcja konwersji jest „wbudowana” w obligację i stanowi z nią jedną całość. Cena konwersji jest niejako

54 Za: W. Dębski, *Rynek finansowy...*, s. 247.

zawarta w wartości nominalnej długu, dlatego inwestor nie ponosi dodatkowych kosztów objęcia udziałów przedsiębiorstwa w chwili realizacji opcji konwersji. Oznacza to, że w wyniku zamiany długu na akcje, spółka fizycznie nie otrzymuje żadnych środków finansowych (wpłynęły one do spółki w momencie emisji długu hybrydowego), tylko dochodzi do zmiany struktury jej pasywów.

W przypadku obligacji z warrantami, warrant jest „odłączony” od komponentu długu i staje się przedmiotem swobodnego obrotu na rynku kapitałowym⁵⁵. Inwestor może w każdej chwili dokonać jego sprzedaży, nie tracąc przy tym korzyści z tytułu odsetek od nabytych wraz z nim obligacji. Na rynku osobno mogą być więc kwotowane: obligacja z dołączonym warrantem (*bond-cum-warrant*), obligacja bez warrantu (*bond-ex-warrant*) i sam warrant. Wartość „obligacji bez warrantu” jest zawsze niższa od wartości „obligacji z warrantem”. Posiadacze warrantów nie obejmują akcji firmy automatycznie w wyniku konwersji, tylko muszą je dodatkowo opłacić (po cenie wykonania warrantu), co generuje dodatni przepływ pieniężny dla emitenta⁵⁶. Podwyższenie kapitału własnego nie

55 Możemy wyróżnić kilka motywów, którymi kierują się przedsiębiorstwa decydując się na emisję warrantów subskrypcyjnych. Po pierwsze, należy zauważyć, że im wyższa zmienność cen akcji, tym wyższa jest rynkowa wartość warrantów. Dlatego spółki charakteryzujące się ponadprzeciętnym ryzykiem inwestycyjnym będą mogły pozyskać więcej środków ze sprzedaży warrantów w porównaniu ze zwykłą emisją akcji na rynku wtórnym, ponieważ w momencie emisji warrantów ich wartość będzie przekraczała wartość akcji, na podstawie których zostały wyemitowane. Po drugie, emisja warrantów umożliwia pozyskanie funduszy bez konieczności ponoszenia dodatkowych kosztów finansowych (np. wypłaty dywidendy czy odsetek). Po trzecie, dzięki sprzedaży warrantów firma może odsunąć w czasie efekt „rozwodnienia” kapitału własnego, który zostaje opóźniony do momentu objęcia akcji nowej emisji przez inwestorów (za: A. Damodaran, *op. cit.*, s. 757). Część badaczy sugeruje, że informacja o emisji warrantów może stanowić dla rynku sygnał świadczący o trudnościach emitenta z przeprowadzeniem zwykłej emisji akcji. Badania przeprowadzone m.in. przez M. Aitkena i R. Segara oraz M. Clarke’a, G. Gannona i R. Vinninga na rynku australijskim wskazują na spadek kursu akcji spółek po upublicznieniu przez nich wiadomości o sprzedaży warrantów. Takiej zależności nie dostrzeżono w badaniu P. Alkebacka i P. Hagelina na rynku szwedzkim. Zob. M. Aitken, R. Segara, *Impact of Warrant Introductions on the Behaviour of Underlying Stocks: Australian Evidence*, „Accounting and Finance” 2005, vol. 45(1), s. 127–144; M. Clarke, G. Gannon, R. Vinning, *The Impact of Warrant Introduction: The Australian Experience*, „Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies” 2011, vol. 14(2), s. 213–269; P. Alkeback, N. Hagelin, *The Impact of Warrant Introductions on the Underlying Stocks, with a Comparison to Stock Options*, „Journal of Futures Markets” 1998, vol. 18(3), s. 307–328.

56 J.C. Banneris, P. Topsacalian, *Convertible Bonds or Bonds with Warrants: An Approach Using Sequential Financing*, SSRN, 2010, <http://ssrn.com/abstract=1532833> (dostęp: 05.08.2016), s. 3.

oznacza jednoczesnego obniżenia poziomu zadłużenia spółki, ponieważ obligacje pozostają w obrocie niezależnie od warrantów, z którymi zostały wyemitowane, i w terminie zapadalności muszą zostać wykupione przez emitenta⁵⁷.

Niewątpliwą korzyścią dla przedsiębiorstw z pozyskania kapitału za pomocą długu z dołączonymi warrantami jest niższe oprocentowanie takich instrumentów w porównaniu ze zwykłymi obligacjami o podobnych parametrach i ryzyku. Obligatariusze są bowiem skłonni zaakceptować niższy kupon w zamian za możliwość nabycia akcji przyszłych emisji z dyskontem do ich ceny rynkowej. Ponadto, jak pokazują niektóre badania, negatywna reakcja rynku na upublicznienie informacji o emisji obligacji z warrantami może być bardziej łagodna niż w przypadku emisji akcji⁵⁸.

Finansowanie swojej działalności za pomocą obligacji z warrantami może być dla spółki ryzykowne z dwóch powodów. Po pierwsze, musi ona dokonać wykupu długu bez względu na to, czy inwestorzy zrealizują

57 Problematyka motywów emisji obligacji z warrantami jest stosunkowo rzadko poruszana przez badaczy. M. Long i S. Sefcik oraz R. Billingsley, R. Lamy i D. Smith wysunęli tezę, że są one wykorzystywane najczęściej przez spółki mniejsze i o wyższym poziomie ryzyka inwestycyjnego. Z kolei M. Bagella i L. Becchetti przekonują, że instrumenty te mogą być z powodzeniem emitowane przez przedsiębiorstwa z sektora zaawansowanych technologii, które są zaangażowane w ryzykowne projekty inwestycyjne. Ich zdaniem, emisja obligacji z warrantami zwiększa elastyczność zarządów spółek w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych odnośnie do wieloetapowych projektów rozłożonych w czasie. Zob. M.S. Long, S.E. Sefcik, *Participation Financing: A Comparison of the Characteristics of Convertible Debt and Straight Bonds Issued in Conjunction with Warrants*, „Financial Management” 1990, vol. 19(3), s. 23–34; R.S. Billingsley, R.E. Lamy, D.M. Smith, *Units of Debt with Warrants: Evidence of the “Penalty-Free” Issuance of an Equity-Like Security*, „Journal of Financial Research” 1990, vol. 13(3), s. 187–199; M. Bagella, L. Becchetti, *The Optimal financing Strategy of a High-Tech Firm: The Role of Warrants*, „Journal of Economic Behavior and Organization” 1998, vol. 35, s. 1–23.

58 Zob. M.S. Long, S.E. Sefcik, *op. cit.*, s. 23–34; R.S. Billingsley, R.E. Lamy, D.M. Smith, *op. cit.*, s. 187–199; K.L. Phelps, W.T. Moore, R.L. Roenfeldt, *Equity Valuation Effects of Warrant-Debt Financing*, „The Journal of Financial Research” 1991, vol. 14(2), s. 93–103; J.K. Kang, R.M. Stulz, *How Different is Japanese Corporate Finance? An Investigation of the Information Content of New Security Issues*, „Review of Financial Studies” 1996, vol. 9(1), s. 109–139; J.K. Kang, Y.C. Kim, K.J. Park, R.M. Stulz, *An Analysis of the Wealth Effects of Japanese Offshore Dollar-Denominated Convertible and Warrant Bond Issues*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1995, vol. 30(2), s. 257–270; D.G. Christensen, H.J. Faria, C.C.Y. Kwok, M. Bremer, *Does the Japanese Stock Market React differently to Public Security Offering Announcements Than the US Stock Market?*, „Japan and the World Economy” 1996, vol. 8(1), s. 99–119; F. De Roon, C. Veld, *Announcement Effects of Convertible Bond Loans and Warrant-Bond Loans: An Empirical Analysis for the Dutch Market*, „Journal of Banking and Finance” 1998, vol. 22(12), s. 1481–1506.

prawo wynikające z warrantów i zdecydują się na kupno jego akcji, czy z tego przywileju zrezygnują. Po drugie, wyniki analiz empirycznych wskazują, że koszty emisji tych instrumentów mogą być wyższe od kosztów emisji zwykłego długu zamiennego⁵⁹.

Kolejnym instrumentem hybrydowym, który swoją konstrukcją różni się od długu hybrydowego, są uprzywilejowane akcje zamienne (*preferred convertible shares*), czyli papiery wartościowe o charakterze typowo udziałowym, ale o silnych cechach kapitału obcego. Są one wykorzystywane głównie w Stanach Zjednoczonych. Aby zrozumieć istotę uprzywilejowanych akcji zamiennych, należy przedstawić instrument, od którego bezpośrednio się wywodzą, czyli zwykłe akcje uprzywilejowane (*preferred shares*).

Akcje uprzywilejowane to instrumenty uprzywilejowane najczęściej w zakresie dywidendy, co oznacza, że jest ona wypłacana inwestorom na ogół przed dywidendą z akcji zwykłych, najczęściej w okresach kwartalnych i jest od niej dużo wyższa (stopa dywidendy wynosi przeciętnie ok. 4–8%)⁶⁰. Dywidenda stanowi dla inwestorów ekwiwalent kuponu odsetkowego oferowanego przez dłużne papiery wartościowe. Jeśli w wyniku trudności finansowych emitenta następuje opóźnienie wypłaty dywidendy uprzywilejowanej (*dividend in arrears*, czyli „dywidenda zaległa”), to może być ona kumulowana i regulowana w pierwszym możliwym terminie. Do tego czasu całkowicie wstrzymywana jest wypłata dywidendy z akcji zwykłych⁶¹. Niewypłacenie dywidendy nie skutkuje jednak postawieniem spółki w stan upadłości, co może mieć miejsce w przypadku nieuregulowania zobowiązań odsetkowych z tytułu długu. Jeżeli mimo wszystko firma zbankrutuje, to posiadacze akcji uprzywilejowanych mają

59 M. Long i S. Sefcik oszacowali, że koszty emisji obligacji z warrantami są o 1,2% wyższe od kosztów emisji obligacji zamiennych o podobnych parametrach i ryzyku. Zob. M.S. Long, S.E. Sefcik, *op. cit.*, s. 23–34.

60 Na rynku kapitałowym pojawiają się także akcje uprzywilejowane, w których dywidenda płatna jest co miesiąc. Są to *monthly income preferred stock* (MIPS), wprowadzone na rynek po raz pierwszy w 1993 r. przez bank inwestycyjny Goldman Sachs (szerzej w: R.T. Kleiman, A.P. Sahu, *Hybrid Securities: A Basic Look at Monthly Income Preferred Stock*, „AAll Journal” 1997, s. 14–17). Poza tym możliwa jest emisja akcji uprzywilejowanych o zmiennej stopie dywidendy, której wysokość ustalana jest na podstawie rynkowych stóp procentowych (*floating-rate preferred shares*).

61 Emitent może jednak dodać klauzulę, zgodnie z którą nie będzie musiał kumulować zaległych dywidend i wypłacać ich w całości w pierwszym możliwym terminie (*noncumulative provision*). Spółka pominię wówczas wypłatę dywidendy uprzywilejowanej np. w I kwartale i wypłaci ją dopiero w II kwartale i nie będzie zobowiązana do jej uregulowania za I kwartał. Nie zmienia to faktu, że wypłata dywidendy z akcji zwykłych zostaje wstrzymana do momentu wypłaty dywidendy uprzywilejowanej.

pierwszeństwo w kolejności zaspokojenia roszczeń wobec jej majątku przed posiadaczami akcji zwykłych, ale swoje prawa mogą realizować dopiero po zaspokojeniu roszczeń posiadaczy obligacji⁶².

Ponadto, w przeciwieństwie do zwykłego długu, połowa akcji uprzywilejowanych wyemitowanych na świecie nie ma określonego terminu zapadalności (*perpetual preferreds*), jednak trzy czwarte z nich posiada wbudowaną opcję *call*, dzięki czemu mogą zostać przedterminowo umorzone przez emitenta (*callable perpetual preferreds*). Co druga akcja uprzywilejowana jest z kolei emitowana na czas określony, czyli jest „odwołalna” (*retractable preferreds* lub *redeemable preferreds*), z czego jedna trzecia ma dołączoną klauzulę *call* (*callable preferreds*)⁶³. Dla emitentów najmniej korzystna wydaje się emisja akcji z opcją *put* (*putable preferreds*), w przypadku których spółki są zobligowane do przedterminowego wykupu instrumentów na każde wezwanie inwestorów. Z powodu zmniejszenia korzyści ze sprzedaży tego typu papierów wartościowych dla firm, są one emitowane na świecie stosunkowo rzadko⁶⁴.

Posiadacze akcji uprzywilejowanych nie mają wpływu na funkcjonowanie przedsiębiorstwa, ponieważ instrumenty te z reguły są pozbawione prawa głosu. Czasami dołączana jest jednak klauzula, która w chwili znacznego pogorszenia się sytuacji finansowej emitenta lub dłuższych przerw w wypłacie dywidendy uprzywilejowanej uprawnia inwestorów do objęcia miejsca w zarządzie spółki, tak aby uzyskali oni realny wpływ na jej działalność.

Emisję akcji uprzywilejowanych powinni rozważyć menedżerowie, którzy planują sfinansowanie rozwoju przedsiębiorstwa ze środków

62 Chociaż akcje uprzywilejowane prawie zawsze są instrumentami o niższym priorytecie w kolejności zaspokojenia roszczeń inwestorów wobec majątku firmy w przypadku jej likwidacji w porównaniu z dłużnymi papierami wartościowymi, to przedsiębiorstwo może wyemitować tzw. akcje uprzywilejowane z prawem pierwszeństwa (*senior preferred shares*). Posiadacze tych akcji otrzymują pierwszeństwo w zaspokojeniu roszczeń przed posiadaczami innych akcji uprzywilejowanych.

63 Akcje uprzywilejowane mogą być wykupywane ze środków pochodzących ze specjalnie stworzonego w tym celu funduszu amortyzacyjnego (*sinking fund preferreds*), za pomocą którego w każdym roku emitent umarza ustaloną liczbę papierów wartościowych, np. zakłada, że będzie wykupywał rocznie 10% akcji przez okres 10 lat. Dopuszczalne jest przyspieszenie bądź spowolnienie tego procesu, a akcje przeznaczone do wykupu są wybierane losowo. Wydzielony fundusz amortyzacyjny stanowi dodatkowe zabezpieczenie dla inwestorów na wypadek bankructwa spółki, chyba że z niewiadomych przyczyn menedżerowie wcześniej sięgną po zgromadzone tam środki. Szerzej: W.R. McDaniel, *Sinking Fund Preferred Stock*, „Financial Management” 1984, vol. 13(1), s. 45–52.

64 Przedstawione szacunki zostały opracowane na podstawie bazy danych Agencji Bloomberg.

pochodzących ze źródeł zewnętrznych, ale jednocześnie pragną utrzymać poziom jego zadłużenia i dążą do zachowania kontroli nad firmą. Muszą oni jednak pamiętać, że wypłacana dywidenda nie stanowi dla emitenta kosztu finansowego. Ponadto, ewentualne opóźnienia w wypłacie dywidendy uprzywilejowanej i zablokowanie transferu dywidendy z akcji zwykłych mogą ograniczyć zaufanie do spółki ze strony uczestników rynku.

Co czwarta akcja uprzywilejowana emitowana na świecie ma dołączoną opcję, która daje inwestorom prawo do ich zamiany na akcje zwykłe emitenta, których liczba i cena są ustalane na podstawie współczynnika i ceny konwersji określonych w warunkach emisji⁶⁵. Są to uprzywilejowane akcje zamienne (*convertible preferreds*). Wbudowana opcja zamiany i możliwość partycypowania inwestorów we wzroście rynkowej wartości kapitału własnego emitenta obniża oferowaną przez spółkę stopę dywidendy w porównaniu ze zwykłymi akcjami uprzywilejowanymi.

Specyficzna konstrukcja uprzywilejowanych akcji zamiennych sprawia, że są one powszechnie wykorzystywane przez fundusze *venture capital* (VC)⁶⁶. Schemat realizowanej przez nie inwestycji zakłada objęcie przez podmiot VC akcji uprzywilejowanych, natomiast przedsiębiorca, z którym fundusz zawiera umowę o współpracy, staje się posiadaczem akcji zwykłych. Uprzywilejowanie akcji daje funduszowi pierwszeństwo w podziale wygenerowanego przez wspólne przedsięwzięcie zysku, opcja konwersji zapewnia mu udział we wzroście wartości kapitału własnego rozwijającej się spółki, a dołączone prawo głosu gwarantuje wpływ na jej działalność. Realizacja opcji zamiany i konwersja akcji uprzywilejowanych na akcje zwykłe najczęściej następuje automatycznie w momencie debiutu młodej firmy na rynku publicznym⁶⁷. Gdyby, z punktu widzenia

65 Źródło: baza danych Agencji Bloomberg.

66 W badaniu przeprowadzonym przez S. Kaplana i P. Strömberga uprzywilejowane akcje zamienne były wykorzystane w 204 na 213 analizowanych inwestycji *venture capital* (zob. S.N. Kaplan, P. Stromberg, *Financial Contracting Theory Meets The Real World: An Empirical Analysis Of Venture Capital Contracts*, „Review of Economic Studies” 2003, vol. 70(2), s. 281–315). Szerzej na temat zastosowania uprzywilejowanych akcji zamiennych przez fundusze VC m.in. w: Y. Leitner, *Convertible Securities and Venture Capital Finance*, „Business Review” 2009, Issue Q3, s. 18–27; M. Da Rin, T.F. Hellmann, M. Puri, *A Survey of Venture Capital Research*, NBER Working Paper No. 17523, 2011; A. Metrick, A. Masuda, *Venture Capital and the Finance of Innovation*, John Wiley & Sons, New York 2011.

67 S. Kaplan i P. Strömberg pokazali, że uprzywilejowane akcje zamienne zawierały klauzule automatycznej konwersji na akcje zwykłe przedsiębiorstwa w 95% analizowanych przypadków finansowania przedsięwzięć przez fundusze VC. Do ich zamiany w przeważającej mierze dochodziło w momencie debiutu spółki na rynku kapitałowym. Automatycznej konwersji zwykle nie przewidywała transakcja zwykłej sprzedaży firmy innemu podmiotowi z branży (szerzej: S.N. Kaplan, P. Strom-

inwestora VC, projekt okazał się mało rentowny, może on natychmiast wyjść z inwestycji poprzez wykorzystanie opcji *put*.

Uprzywilejowane akcje zamienne mogą przeciwdziałać zjawisku „upiększania” rezultatów swoich działań przez przedsiębiorcę w oczach inwestora VC (tzw. *window dressing*). Fundusze VC finansują każdy projekt etapami, po pierwsze, aby mieć czas na prawidłową ocenę rentowności danej inwestycji, po drugie, aby zmobilizować pomysłodawcę projektu do bardziej efektywnej pracy na rzecz wspólnego przedsięwzięcia. Biorąc pod uwagę ten drugi argument, często okazuje się, że przedsiębiorcy mają tendencję do prezentacji wyników finansowych swojej firmy, które tak naprawdę nigdy nie zostały osiągnięte. Bierze się to z chęci nakłonienia funduszu do udzielenia spółce dalszego wsparcia finansowego. Jeśli jednak działalność młodego przedsiębiorstwa jest finansowana za pomocą uprzywilejowanych akcji zamiennych, to fundusz VC zrealizuje opcję konwersji dopiero wtedy, kiedy inwestycja, w którą się zaangażował, przyniesie mu określoną stopę zwrotu. Niechęć przedsiębiorcy do podzielenia się wypracowanymi dochodami może sprawić, że nie będzie on mijał się z prawdą odnośnie do wypracowanych przez spółkę wyników finansowych, aby nie przyspieszyć objęcia jej akcji przez zewnętrzny inwestor⁶⁸.

Szczególny rodzaj uprzywilejowanych akcji zamiennych – udziałowe uprzywilejowane akcje zamienne (*participating convertible preferreds*) mogą z kolei przyczynić się do złagodzenia negatywnych skutków asymetrii informacji między inwestorami VC a potencjalnymi nabywcami przedsiębiorstwa w transakcjach wyjścia. Są to akcje uprzywilejowane, które, oprócz możliwości konwersji, dają ich posiadaczom prawo do dodatkowych dywidend i części nadwyżki dochodów emitenta po opłaceniu posiadaczy długu i innych akcji uprzywilejowanych⁶⁹. Wyjście z inwestycji poprzez rynek kapitałowy może oznaczać dla funduszu VC sprzedaż firmy poniżej jej realnej wartości, ponieważ potencjalni

berg, *op. cit.*, s. 281–315). Więcej na temat klauzul automatycznej konwersji w uprzywilejowanych akcjach zamiennych w: T. Hellmann, *IPOs, Acquisitions, and the Use of Convertible Securities in Venture Capital*, „Journal of Financial Economics” 2006, vol. 81(3), s. 649–679.

68 Taką przesłankę emisji uprzywilejowanych akcji zamiennych wskazali m.in. F. Cornelli i O. Yosha (zob. F. Cornelli, O. Yosha, *Stage Financing and the Role of Convertible Securities*, „Review of Economic Studies” 2003, vol. 70(1), s. 1–32). Wadą takiego podejścia jest założenie, że inwestor VC podejmuje decyzję o przeprowadzeniu konwersji na udziały przedsiębiorstwa już po pierwszej fazie inwestycji, jeszcze przed zapoznaniem się z ostatecznymi rezultatami całego przedsięwzięcia. Za: Y. Leitner, *op. cit.*, s. 23.

69 Według danych zebranych przez S. Kaplana i P. Strömberga, z udziałowych uprzywilejowanych akcji zamiennych korzysta ok. 40% podmiotów VC. Zob: S.N. Kaplan, P. Stromberg, *op. cit.*, s. 281–315.

nabywcy nie posiadają tak wiarygodnej informacji na temat realizowanego projektu, jak podmioty prowadzące podobną działalność, dlatego nie będą oni skłonni do zaoferowania odpowiednio wysokiej ceny. Sytuację może jednak zmienić wykorzystanie udziałowych uprzywilejowanych akcji zamiennych. Automatyczne objęcie przez inwestora VC udziałów młodego przedsiębiorstwa w chwili jego debiutu giełdowego, a tym samym zasygnalizowanie rynkowi swojej gotowości do rezygnacji z partycypowania w nadwyżce jego dochodów, może stanowić dla rynku pozytywną informację na temat rentowności całego przedsięwzięcia, co umożliwia inwestorowi VC osiągnięcie wyższej ceny za jego sprzedaż⁷⁰.

Przesłanki emisji uprzywilejowanych akcji zamiennych przez podmioty gospodarcze są podobne do motywów, którymi kierują się emitenci zwykłych akcji uprzywilejowanych. Zaobserwowano, że instrumenty te są wykorzystywane przede wszystkim przez podmioty małe i średnie, o ponadprzeciętnym ryzyku finansowym i operacyjnym oraz o wysokim prawdopodobieństwie bankructwa, czyli takie, które mogą mieć problemy z pozyskaniem kapitału obcego⁷¹. Ich trudna sytuacja ekonomiczna przyciąga inwestorów, którzy poszukują wysokiej dywidendy, możliwości partycypowania we wzroście rynkowej wartości kapitału własnego przedsiębiorstwa i planują wejście do jego akcjonariatu.

1.3. Zalety i wady finansowania hybrydowego

Pozyskanie kapitału za pomocą instrumentów hybrydowych może być dla podmiotów gospodarczych atrakcyjną alternatywą wobec finansowania swojej działalności tradycyjnymi sposobami, w szczególności po-

70 Zdaniem S. Arcota, niski poziom asymetrii informacji (np. w Wielkiej Brytanii czy Stanach Zjednoczonych) tłumaczy, dlaczego inwestorzy najczęściej decydują się na wyjście z danego przedsięwzięcia poprzez IPO, a nie poprzez zwykłą sprzedaż udziałów innemu podmiotowi z branży. Szerzej na ten temat w: S. Arcot, *Participating Convertible Preferred Stock in Venture Capital Exits*, „Journal of Business Venturing” 2014, vol. 29(1), s. 72–87.

71 Do takich wniosków doszli m.in. H. Lee i R. Figlewicz. Z badań przeprowadzonych przez T. Noddings, S. Christoph i J. Noddings wynika, że 86% emitentów uprzywilejowanych akcji zamiennych to podmioty z sektora małych i średnich przedsiębiorstw. Zob. H.W. Lee, R.E. Figlewicz, *Characteristics of Firms That Issue Convertible Debt Versus Convertible Preferred Stock*, „The Quarterly Review of Economics and Finance” 1999, vol. 39(4), s. 547–563; T.C. Noddings, S.C. Christoph, J.G. Noddings, *The International Handbook of Convertible Securities. A Global Guide to the Convertible Market*, The Glenlake Publishing Company, Chicago 2001, s. 68.

przez emisję akcji i zwykłych obligacji korporacyjnych. Wykorzystanie kapitału obcego i mechanizmu tarczy podatkowej wprawdzie umożliwi spółce obniżenie zobowiązań podatkowych, ale w zależności od kondycji ekonomicznej emitenta, przeszkodę w zdobyciu funduszy mogą stanowić wysokie koszty obsługi zadłużenia lub niska zdolność kredytowa firmy. Ponadto, w terminie zapadalności dług musi zostać wykupiony od obligatariuszy, co może stanowić duże obciążenie dla firmowych finansów. Konieczność wygosparowania odpowiednich środków na ten cel może zmusić przedsiębiorstwo do wyprzedazy swoich aktywów poniżej ich wartości rynkowej lub do podjęcia gorączkowych prób refinansowania „starego” długu.

Z kolei zgodnie z teorią hierarchii źródeł finansowania, emisja akcji stanowi dla spółki najdroższe źródło kapitału i powinna być brana pod uwagę przez menedżerów dopiero wtedy, kiedy zawiodą próby jego pozyskania ze środków własnych lub ze sprzedaży długu. Popyt na nowe walory jest też wyjątkowo wrażliwy na uwarunkowania gospodarcze. Może on być zbyt niski w okresie dekoniunktury, co wymusza na emitencie ustalenie niższej ceny emisyjnej i będzie skutkowało pozyskaniem mniejszych środków niż wynikało to z jego początkowych kalkulacji. Emisja nowych akcji wywołuje także zjawisko „rozwodnienia” kapitału własnego, które pomniejsza bogactwo akcjonariuszy i ogranicza ich kontrolę nad spółką ze względu na obniżenie względnej liczby udziałów, które są w ich posiadaniu. Sprzedaż walorów przyczynia się również do zmiany struktury właścicielskiej firmy, która przez dotychczasowych udziałowców może być uznawana za niepożądaną.

Umiejętne wykorzystanie hybrydowych papierów wartościowych może pomóc przedsiębiorstwom w złagodzeniu powyższych niedogodności. Kadra zarządzająca musi pamiętać, aby w warunkach emisji uwzględnić interesy obydwu stron transakcji, czyli emitentów i inwestorów. Głównym celem podmiotów gospodarczych jest pozyskanie kapitału za jak najniższą cenę, obniżenie swoich zobowiązań podatkowych oraz zachowanie pełni władzy i kontroli nad spółką przez dotychczasowych właścicieli. W zależności od przyjętej strategii, menedżerowie dokonują wyboru odpowiedniego rodzaju instrumentu hybrydowego, ustalają parametry emisji i dążą do wprowadzenia dodatkowych klauzul, które zapewnią im elastyczność w podejmowaniu decyzji operacyjnych i inwestycyjnych w dłuższym horyzoncie czasowym, np. możliwość wymuszenia przedterminowej konwersji na obligatariuszach lub gwarancję automatycznej zamiany instrumentów na udziały spółki. Z kolei inwestorzy oczekują kupna papierów wartościowych o jak najwyższym oprocentowaniu, z perspektywą ich konwersji na akcje przedsiębiorstwa i o jak najniższym ryzyku ich przedterminowego umorzenia przez emitenta.

Emisja hybrydowych papierów wartościowych przez podmioty gospodarcze, po pierwsze, może przyczynić się do obniżenia ich kosztów finansowych. Ze względu na dołączoną opcję konwersji, zwykłe obligacje zamienne oferują przeciętnie niższy kupon odsetkowy w porównaniu z obligacjami korporacyjnymi o podobnych parametrach i ryzyku (*debt sweetener*), nie wspominając już o zerokuponowym długu zamiennym, który w ogóle nie generuje kosztów obsługi zadłużenia. Wyższe oprocentowanie obligacji przymusowo zamiennych jest z kolei rekompensowane poprzez mechanizm ich automatycznej zamiany na udziały emitenta. Możliwa jest także emisja uprzywilejowanych akcji zamiennych, które pozwalają zarządowi pozyskać fundusze bez utraty kontroli nad spółką i przy zachowaniu obecnego poziomu zadłużenia, ale wypłacana dywidenda nie stanowi dla firmy kosztu finansowego.

Po drugie, finansowanie hybrydowe umożliwia przedsiębiorstwu podwyższenie kapitału własnego z pewnym opóźnieniem, które nie następuje w chwili emisji papierów wartościowych, lecz dopiero w pewnym momencie w przyszłości (czyli w trakcie okresu konwersji) lub kiedy emitent wymusi przedterminową konwersję na inwestorach (w wyniku realizacji opcji *call*). Z tego względu instrumenty hybrydowe są określane mianem „opóźnionego kapitału własnego” (*delayed equity*) bądź „odroczonego kapitału własnego” (*deferred equity*). Dla wielu emitentów jest to cecha kluczowa, która pozwala im nie tylko na uniknięcie emisji niedowartościowanych walorów, ale także na odłożenie w czasie i złagodzenie zjawiska „rozwodnienia” kapitału własnego. Spadek zysku przypadającego na jedną akcję jest tym większy, im wyższy jest współczynnik konwersji, czyli im więcej walorów trafia do rąk inwestorów na skutek realizacji opcji zamiany. Cena konwersji jest jednak ustalana z pewną premią do rynkowej ceny akcji w momencie emisji długu hybrydowego, dlatego w celu pozyskania określonej ilości kapitału, przedsiębiorstwo może sprzedać mniejszą liczbę walorów w porównaniu ze zwykłą emisją akcji.

Po trzecie, przeprowadzenie konwersji przez inwestorów zwalnia emitenta z obowiązku wykupu papierów dłużnych, który może przeznaczyć zaoszczędzone w ten sposób fundusze na sfinansowanie swojej działalności operacyjnej i inwestycyjnej. Dlatego tak ważne jest ustalenie odpowiednich parametrów emisji, które zwiększą prawdopodobieństwo wykorzystania opcji zamiany przez obligatariuszy i nie obniżą popytu na emitowane instrumenty. Spółka będzie mogła przyspieszyć konwersję, jeżeli dołączy do papierów wartościowych opcję *call*, lub nawet zagwarantować sobie podwyższenie kapitału własnego, jeśli wyemituje obligacje mandatowe.

Po czwarte, zarząd może skoncentrować się na realizacji strategii nakierowanej na obniżenie zobowiązań podatkowych. Klasycznym przykładem takiego działania jest emisja zerokuponowych obligacji zamiennych

z bardzo długim okresem do wykupu, w przypadku których przeprowadzenie konwersji przez inwestorów schodzi na dalszy plan. Menedżerowie mogą również wykorzystać asymetrię informacji między przedsiębiorstwem a otoczeniem zewnętrznym i dokonać sprzedaży instrumentów hybrydowych w okresie przewartościowania swoich akcji. Ze względu na fakt, że instrumenty najprawdopodobniej nigdy nie staną się „w cenie”, można przypuszczać, że raczej nie dojdzie do przeprowadzenia konwersji, a firma będzie mogła pozyskać kapitał po niższym koszcie.

Po piąte, sprzedaż instrumentów hybrydowych może pomóc podmiotom gospodarczym w poszerzeniu kręgu potencjalnych inwestorów, co może mieć szczególnie znaczenie w okresie dekoniunktury rynkowej i w obliczu trudności z pozyskaniem kapitału z innych źródeł zewnętrznych. Nabywcami długu hybrydowego mogą być m.in. fundusze hedgingowe specjalizujące się w transakcjach arbitrażowych, dla których znaczne wahania cen akcji stanowią idealne warunki do osiągania ponadprzeciętnych zysków. Możliwa jest także emisja euroobligacji zamiennych (*euro convertible bonds*), które są sprzedawane na rynkach innych niż macierzysty rynek emitenta. Mniejsza presja na obniżenie cen jego akcji w wyniku upublicznienia informacji o emisji długu hybrydowego na rynku krajowym pozwala emitentowi na ustalenie relatywnie wyższej ceny i niższego współczynnika konwersji⁷². Łagodzi to negatywne zjawisko „rozwodnienia” kapitału własnego w chwili realizacji opcji zamiany przez obligatariuszy.

Emitenci muszą być jednocześnie świadomi potencjalnych zagrożeń, jakie niesie ze sobą wykorzystanie instrumentów hybrydowych. Wspomniany problem „rozwodnienia” kapitału własnego można odsunąć w czasie i go złagodzić, jednak nie sposób całkowicie go wyeliminować. Ponadto, niski kurs akcji wywołany złą sytuacją ekonomiczną przedsiębiorstwa lub niekorzystną koniunkturą gospodarczą zwiększa ryzyko niepowodzenia konwersji. Obowiązek spłaty nominalnej wartości papierów dłużnych może przekroczyć możliwości finansowe spółki i wymusić na niej ogłoszenie upadłości. Z największym ryzykiem dla firmy wiąże się emisja długu z wbudowaną opcją *put*, w którym to inwestorzy są stroną, która w każdej chwili może przedstawić emitentowi instrumenty do natychmiastowego wykupu i tym samym pozbawić przedsiębiorstwo środków na bieżącą działalność i realizację planów inwestycyjnych.

Wiedzę na temat instrumentów hybrydowych należy uzupełnić o punkt widzenia inwestorów. Biorąc pod uwagę rodzaj kapitału hybrydowego i szacując prawdopodobieństwo jego konwersji w przyszłości, inwestorzy traktują go bardziej jak dług (np. zwykle obligacje zamienne) lub jak kapitał własny (np. obligacje przymusowo zamienne). W obu

72 Szerzej na temat euroobligacji zamiennych w: S. Das, *op. cit.*, s. 372.

przypadkach kupno hybrydowych papierów wartościowych może stanowić dla nich dochodową inwestycję i relatywnie bezpieczną lokatę kapitału, ponieważ są oni zabezpieczeni przed spadkiem wartości akcji spółki, która jest zobligowana do wykupu wartości nominalnej instrumentów dłużnych, jeżeli w terminie zapadalności będą one „poza ceną” (*downside protection*). Ponadto wbudowana opcja konwersji umożliwia inwestorom partycypację we wzroście wartości kapitału własnego firmy i uprawnia ich do objęcia akcji spółki z pewnym dyskontem do ich ceny rynkowej (*upside potential*), co rekompensuje im relatywnie niższe oprocentowanie hybrydowych papierów wartościowych. Jednocześnie, kupon odsetkowy instrumentów hybrydowych jest przeważnie wyższy od oferowanej przez przedsiębiorstwo stopy dywidendy (*positive yield advantage*), co zachęca inwestorów do kupna i przetrzymania instrumentów do ustalonego terminu zapadalności, ponieważ ich posiadanie jest dla obligatariuszy bardziej opłacalne niż objęcie akcji firmy. Decyzja spółki o wypłacie dywidendy jest bowiem uznaniowa i nie zawsze musi być podejmowana z korzyścią dla akcjonariuszy. Wyjątek stanowią uprzywilejowane akcje zamienne, które zapewniają inwestorom relatywnie wyższą dywidendę, która na ogół jest wypłacana przed dywidendą z akcji zwykłych.

Nabywcy dłużnych hybrydowych papierów wartościowych są także stosunkowo dobrze zabezpieczeni na wypadek upadłości emitenta. Instrumenty te są traktowane jako forma długu, dlatego w przypadku bankructwa spółki inwestorzy mają pierwszeństwo w zaspokojeniu swoich roszczeń wobec jej majątku przed posiadaczami akcji zwykłych i uprzywilejowanych. Dla zrównania priorytetu instrumentów hybrydowych i zwykłych obligacji korporacyjnych, możliwa jest emisja uprzywilejowanego długu zamiennego lub dodanie odpowiednich klauzul (np. *pari passu*), o których będzie mowa w rozdziale drugim.

Z największym ryzykiem dla inwestorów wiąże się zakup obligacji przymusowo zamiennych, w przypadku których realizacja opcji zamiany ma charakter obligatoryjny. Mechanizm przymusowej konwersji w dużej mierze jest rekompensowany przez ich relatywnie wyższe oprocentowanie. Podobna sytuacja dotyczy papierów wartościowych z wbudowaną opcją *call*, w których ponadprzeciętny kupon wynagradza inwestorom ryzyko przedterminowego umorzenia długu przez emitenta i utratę wartościowej opcji konwersji. Bez wątplenia w najbardziej komfortowej sytuacji znajdują się posiadacze instrumentów z dołączoną klauzulą *put*, którzy w każdej chwili mogą przedstawić je spółce do przedterminowego wykupu. Może to nastąpić np. w reakcji na podwyższenie rynkowych stóp procentowych lub sygnały o pogarszającej się kondycji finansowej firmy.

Hybrydowe papiery wartościowe mogą być również wykorzystywane przez inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych w celach spekulacji

cyjnych. W takim przypadku ich emitentami są instytucje finansowe, które ustalają dokładne warunki rozliczenia transakcji. Hybrydowa natura omawianych instrumentów przysparza jednak uczestnikom rynku wiele trudności z ich precyzyjną wyceną, a agencjom ratingowym problemów z jednoznacznym przyporządkowaniem ich albo do kategorii kapitału własnego, albo do kapitału obcego. Zależy to m.in. od prawdopodobieństwa ich konwersji i dodatkowych opcji określonych w warunkach emisji. Ponadto większość emisji stanowią emisje prywatne, które nie wymagają od emitenta uzyskania wiarygodnej oceny ratingowej. Takie transakcje opierają się wyłącznie na wzajemnym zaufaniu inwestorów i emitentów oraz ich subiektywnej ocenie przyszej sytuacji finansowej przedsiębiorstwa.

1.4. Podsumowanie

Wybór odpowiedniego źródła finansowania należy do jednych z najważniejszych wyzwań, które stoją przed zarządem każdego przedsiębiorstwa. Decyzja o sposobie pozyskania funduszy jest determinowana m.in. wielkością i wielkością spółki, jej potencjałem inwestycyjnym, aktualną sytuacją finansową i koniunkturą rynkową. Najmniejszym ryzykiem obarczone jest wykorzystanie kapitału własnego, ponieważ zostaje on udostępniony firmie na czas nieokreślony i nie wymaga płacenia kapitałodawcom wynagrodzenia w postaci odsetek. Największa niedogodność wiąże się jednak z jego ograniczonym zasobem. Po pierwsze, nie każdy podmiot wypracowuje na tyle wysoki zysk netto, że pewną jego część mógłby zawsze przeznaczyć na zysk zatrzymany. Po drugie, ewentualna emisja nowych udziałów generuje relatywnie wysokie koszty transakcyjne i informacyjne, a także przyczynia się do obniżenia zysków przypadających na jedną akcję.

Z kolei wykorzystanie kapitału obcego umożliwia spółkom realizację projektów inwestycyjnych przekraczających ich własne możliwości finansowe. Ponadto mechanizm odsetkowej tarczy podatkowej pozwala im na obniżenie zobowiązań podatkowych, a dzięki mechanizmowi dźwigni finansowej mogą one zwiększyć rentowność kapitału własnego. Niemniej zbyt wysoki poziom zadłużenia przedsiębiorstwa może wywołać konflikty agencji między akcjonariuszami i obligatariuszami. Poza tym pozyskane środki należy w terminie zapadalności zwrócić wierzycielom, co może doprowadzić firmę do kłopotów finansowych.

Wydaje się, że instrumentami, które łączą zalety kapitału własnego i obcego, a jednocześnie minimalizują ich słabe strony, mogą być hybrydowe papiery wartościowe. Najczęściej przyjmują one postać kapitału obcego,

który przynosi inwestorom stały dochód w postaci odsetek, a wbudowana opcja konwersji umożliwia ich zamianę na akcje emitenta z pewnym dyskontem do aktualnej wartości rynkowej. Realizacja opcji zamiany najczęściej ma dla obligatariuszy charakter fakultatywny (w zwykłych obligacjach zamiennych), jednak emitent może zastrzec, że zamiana na jego udziały jest obligatoryjna (w obligacjach przymusowo zamiennych). Do innych instrumentów hybrydowych można zaliczyć zerokuponowe obligacje zamienne i obligacje z warrantami. Przedsiębiorstwo może także wyemitować papiery wartościowe o charakterze typowo udziałowym i uprzywilejowane co do dywidendy (uprzywilejowane akcje zamienne).

Emitenci, którzy zdecydowali się na emisję kapitału hybrydowego, muszą dokonać wyboru odpowiedniego instrumentu (papiery wartościowe o charakterze udziałowym bądź dłużnym), określić parametry emisji (m.in. cenę konwersji, współczynnik konwersji, okres zapadalności) i rozważyć dołączenie opcji dodatkowych, które zwiększą elastyczność kadry menedżerskiej w realizacji celów operacyjnych i inwestycyjnych oraz umożliwią jej szybką reakcję na zmieniające się uwarunkowania rynkowe i sytuację finansową spółki (np. opcje *call* czy *put*).

Wykorzystanie instrumentów hybrydowych może być dla przedsiębiorstw korzystne z kilku powodów. Po pierwsze, ze względu na wbudowaną opcję konwersji mogą one pozyskać kapitał po relatywnie niższym koszcie w porównaniu ze zwykłymi obligacjami korporacyjnymi o podobnych parametrach i ryzyku (*debt sweetener*). Po drugie, podwyższenie kapitału własnego jest możliwe dopiero w pewnym czasie po emisji instrumentów hybrydowych, dzięki czemu spółce udaje się uniknąć emisji niedowartościowanych akcji (*delayed equity*). Po trzecie, ze względu na fakt, że cena konwersji, po której inwestorzy obejmują akcje emitenta, jest ustalana z pewną premią do ceny walorów w chwili sprzedaży instrumentów hybrydowych, to aby pozyskać określoną ilość kapitału, spółka może wyemitować mniejszą liczbę akcji. Minimalizuje to efekt „rozwodnienia” kapitału własnego towarzyszący konwersji długu. Po czwarte, przeprowadzenie konwersji przez inwestorów zwalnia emitenta z obowiązku wykupu wyemitowanych papierów wartościowych, a zaoszczędzone w ten sposób środki mogą zostać przez niego przeznaczone na bieżącą działalność lub realizację nowych projektów inwestycyjnych.

Przedsiębiorstwa muszą być jednak świadome potencjalnych zagrożeń, jakie niesie ze sobą wykorzystanie kapitału hybrydowego. Pierwsze z nich wiąże się z ryzykiem niepowodzenia konwersji i koniecznością wykupu wyemitowanych instrumentów od inwestorów. Drugie dotyczy problemu „rozwodnienia” kapitału własnego na skutek konwersji, które zostaje odsunięte w czasie i w pewnym stopniu złagodzone, ale zjawiska tego nie można całkowicie wyeliminować.

Rozdział 2

Obligacje zamienne i ich rodzaje

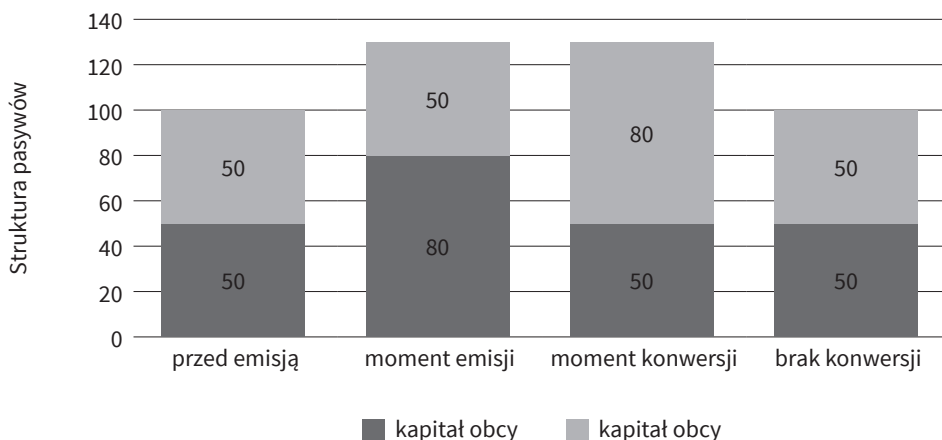
W rozdziale drugim omówiono istotę najpowszechniej wykorzystywanego przez podmioty gospodarcze na całym świecie instrumentu hybrydowego, czyli długu zamiennego na akcje¹. Scharakteryzowano poszczególne rodzaje długu hybrydowego, czyli zwykłe obligacje zamienne, obligacje wymienne, zerokuponowe obligacje zamienne, obligacje mandatowe i obligacje warunkowo zamienne.

2.1. Zwykłe obligacje zamienne

Obligacje zamienne (*convertible bonds*) to hybrydowe papiery wartościowe złożone z komponentu zwykłego długu i opcji kupna akcji emitenta. W początkowej fazie finansowania pełnią one funkcję zwykłych obligacji korporacyjnych, dlatego ich emisja zwiększa poziom zadłużenia spółki. Jeżeli w okresie konwersji dług będzie „w cenie”, a obligatariusze podejmą decyzję o realizacji opcji konwersji, następuje obniżenie zadłużenia firmy przy jednoczesnym podwyższeniu jej kapitału własnego. Spółka nie musi w takim przypadku dokonywać wykupu obligacji i może przeznaczyć oszczędzone środki na bieżącą działalność i dalszy rozwój. Powodzenie konwersji zależy od szeregu czynników, które wpływają na rynkową cenę

1 Dla pokazania popularności obligacji zamiennych, warto przytoczyć kilka liczb. W latach 2000–2013 na świecie przeprowadzono niemal 10 tys. emisji obligacji zamiennych o łącznej wartości ponad \$1600 mld, z czego najwięcej w Stanach Zjednoczonych (31% wszystkich emisji za \$743 mld), Holandii (8% emisji, \$55 mld), Austrii (8% emisji, \$27 mld), w Niemczech (8% emisji, \$38 mld). Duży obrót obligacjami zamiennymi miał także miejsce we Francji (\$80,5 mld), Luksemburgu (\$55 mld) i Chinach (\$54 mld). Około 40% emisji zostało przeprowadzonych przez podmioty z sektora finansowego. Źródło: baza danych Agencji Bloomberg.

akcji emitenta, czyli m.in. od jego sytuacji finansowej, ogólnej koniunktury gospodarczej i skali działań spekulacyjnych na jego walorach. Mechanizm pozyskania kapitału za pomocą obligacji zamiennych ilustruje rysunek 2.1.



Uwaga: schemat zakłada emisję długu zmiennego o wartości 30. A zatem wartość kapitału własnego, który został podwyższony w wyniku realizacji opcji konwersji przez obligatariuszy, także wynosi 30.

Rysunek 2.1. Uproszczony schemat pozyskania kapitału za pomocą obligacji zamiennych

Źródło: opracowanie własne.

Ze względu na fakt, że moment podwyższenia kapitału własnego na skutek realizacji opcji konwersji przez inwestorów jest opóźniony co najmniej do początku okresu konwersji lub do czasu przedterminowego wymuszenia zamiany przez emitenta w wyniku realizacji opcji *call*, przedsiębiorstwu jednocześnie udaje się uniknąć emisji niedowartościowanych akcji we wcześniejszym terminie i kosztownego wykupu instrumentów dłużnych w przyszłości. Dzięki wbudowanej opcji konwersji i możliwości partycypowania inwestorów we wzroście rynkowej wartości kapitału własnego emitenta, oprocentowanie długu zmiennego jest przeciętnie niższe od kuponu zwykłych obligacji korporacyjnych o podobnych parametrach i ryzyku, co pozwala spółkom na obniżenie kosztów finansowych². Ponadto ustalenie

2 Emitent może dodatkowo obniżyć kupon odsetkowy obligacji zamiennych, jeżeli zagwarantuje spłatę zobowiązań finansowych poprzez specjalnie utworzony do tego celu „fundusz amortyzacyjny” (*sinking fund*). Jest on wydzielany z majątku spółki, co minimalizuje ryzyko niedopełnienia zobowiązań finansowych wobec posiadaczy obligacji. Są to tzw. *sinkable convertibles*.

ceny konwersji z pewną premią do ceny akcji w momencie sprzedaży długu zapewnia spółce pozyskanie założonej ilości kapitału przy emisji mniejszej liczby walorów. Łagodzi to zjawisko „rozwodnienia” kapitału własnego na skutek realizacji opcji zamiany przez obligatariuszy.

W warunkach emisji długu zamiennego może znaleźć się szereg klauzul, które pozwalają emitentowi na wykorzystanie kapitału hybrydowego w najbardziej optymalny dla siebie sposób, przy jednoczesnym uwzględnieniu interesu inwestorów, tak aby popyt na obligacje nie był zagrożony. Jednymi z najczęściej spotykanych klauzul są opcje *call* i *put*, które pozwalają na umorzenie obligacji zamiennych przed terminem ich zapadalności na wniosek emitenta (opcja *call*) lub obligatariuszy (opcja *put*). Pierwsza z wymienionych opcji jest dodawana do co trzeciej obligacji zamiennej wyemitowanej na świecie (*callable convertible bonds*)³. Wymuszenie konwersji przed terminem zapadalności długu lub jego przedterminowy wykup może m.in. pomóc spółkom w uniknięciu trudności ze spłatą nominalnej wartości obligacji w przyszłości⁴, ułatwić pozyskanie środków na realizację nowych projektów inwestycyjnych⁵ lub umożliwić wykup instrumentów dłużnych w celu zastąpienia go nowymi, niżżej oprocentowanymi obligacjami.

Aby spółka mogła osiągnąć stawiane przed sobą cele, bardzo ważny jest odpowiedni moment wykorzystania opcji *call*. Emitent może dokonać umorzenia wszystkich wyemitowanych obligacji zamiennych lub – stosunkowo rzadko – tylko ich części. Przedterminowy wykup długu jest przeprowadzany po cenie przedterminowego wykupu, nazywaną też ceną wycofania (*call price*). Często pokrywa się ona z wartością nominalną instrumentów, jednak może być powiększona o wartość skumulowanych odsetek, które narosły od czasu ostatniej płatności kuponowej do momentu wykorzystania klauzuli *call* przez spółkę. Możliwe jest także ustalenie ceny wycofania powyżej ceny nominalnej obligacji dla zrekompensowania obligatariuszom umorzenia długu przed terminem zapadalności (tzw. *redemption premium*).

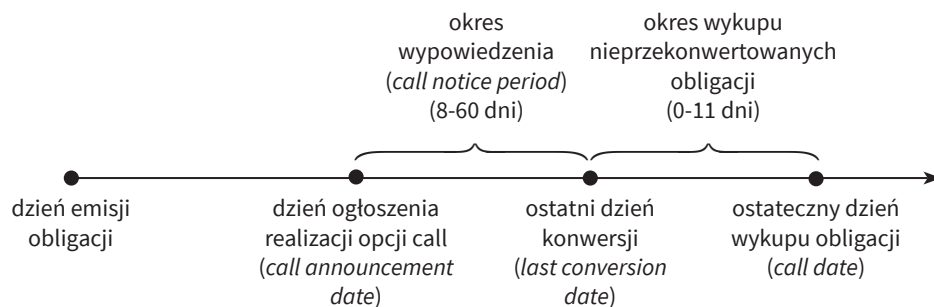
Mechanizm wykorzystania opcji *call* przedstawia się następująco. Po wezwaniu przez emitenta do przedterminowego umorzenia długu (*call announcement date*) następuje okres wypowiedzenia (*call notice period*), w którym inwestorzy podejmują decyzję o przeprowadzeniu bądź

3 Źródło: baza danych Agencji Bloomberg.

4 M.in. K. Nyborg, *Convertible Debt as Delayed Equity: Forced versus Voluntary Conversion and the Information Role of Call Policy*, „Journal of Financial Intermediation” 1995, vol. 4(4), s. 358–395.

5 M.in. D. Mayers, *Why Firms Issue Convertible Bonds: The matching of Financial and Real Investment Options*, „Journal of Financial Economics” 1998, vol. 47(1), s. 83–102.

zaniechaniu konwersji i dokonują fizycznej zamiany obligacji na udziały emitenta lub przedstawiają emitentowi instrumenty dłużne do wykupu. Okres wypowiedzenia trwa od około siedmiu dni do nawet dwóch miesięcy. Cały proces kończy wykup nieprzekonwertowanego długu przez przedsiębiorstwo, co zajmuje średnio około jednego tygodnia (rysunek 2.2).



Rysunek 2.2. Schemat przedterminowego umorzenia obligacji zamiennej na wniosek emitenta

Źródło: opracowanie własne na podstawie: K.L. Bechmann, *Short Sales, Price Pressure, and the Stock Price Response to Convertible Bond Calls*, „Journal of Financial Markets” 2004, vol. 7(4), s. 430.

Realizacja opcji *call* oznacza, że inwestorzy otrzymują opcję *put* na akcje spółki, z ceną wykonania równą cenie wycofania i z terminem wygaśnięcia w ostatnim dniu okresu konwersji⁶. Opcja *put* zostanie przez nich wykorzystana, jeżeli pod koniec okresu wypowiedzenia obligacje będą „poza ceną”, czyli gdy wartość konwersji będzie niższa od ceny wycofania. Emitent będzie wówczas zmuszony do wykupu długu. W przeciwnym razie – gdy obligacje będą „w cenie” – obligatariusze podejmują decyzję o przeprowadzeniu zamiany instrumentów dłużnych na akcje spółki.

Aby zrekompensować inwestorom możliwość przedterminowego umorzenia długu, która pozbawia ich udziału we wzroście rynkowej wartości kapitału własnego przedsiębiorstwa i regularnych płatności

6 J. Ingersoll, *An Examination of Corporate Call Policies on Convertible Securities*, „The Journal of Finance” 1977, vol. 32(2), s. 468; A.W. Butler, *Revisiting Optimal Call Policy for Convertibles*, „Financial Analyst Journal” 2002, vol. 58(1), s. 50; P. Ek-kayokkaya, G. Gemmill, *Why are Convertible Bonds Called Late: Is It Notice Period or the Risk of Financial Distress?*, SSRN, 2010, <http://ssrn.com/abstract=1553287> (dostęp: 05.08.2016), s. 3.

odsetkowych, obligacje zamienne z opcją *call* oferują relatywnie wyższy kupon w porównaniu ze zwykłymi obligacjami zamiennymi. Ponadto powszechną praktyką jest ustalenie pewnego okresu ochronnego, podczas którego emitenci nie mogą dokonywać realizacji klauzuli *call* (tzw. *call protection period*). Można wyróżnić dwa rodzaje klauzul *call protection*:

- *hard call protection* – realizacja opcji *call* może nastąpić dopiero w pewnym czasie po emisji instrumentów, np. po 3 latach;
- *soft call protection* – spółka może przedterminowo umorzyć dług, kiedy cena jej akcji będzie przekraczała cenę przedterminowego wykupu o określoną wartość przez pewien czas, np. przewyższa ją o 35% w ciągu 20 z 30 ostatnich dni roboczych; klauzula *soft call protection* bardzo często występuje jednocześnie z klauzulą *hard call protection*; może ona być także oparta na zmianach wysokości kuponu odsetkowego (*yield based soft call protection*).

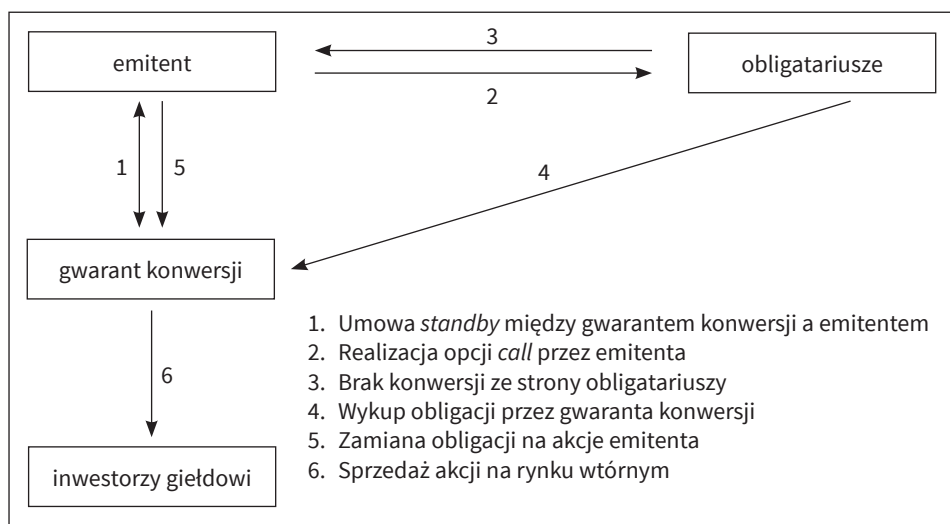
Brak klauzul *call protection* oznacza, że obligacje mogą zostać umorzone teoretycznie na każde wezwanie emitenta, jednak w praktyce może nastąpić to w ściśle określonych dniach, które z reguły pokrywają się z datami płatności odsetkowych⁷.

Ryzyko niepowodzenia konwersji w momencie przedterminowego umorzenia długu zamiennego przez spółkę może zostać wyeliminowane poprzez zawarcie odpowiedniej umowy z instytucją finansową, która pełni funkcję gwaranta konwersji. Jest to tzw. umowa *standby* (*standby agreement*). Na jej podstawie gwarant konwersji jest zobligowany do wykupu od inwestorów obligacji, które nie zostały przez nich zamienione na udziały emitenta do końca okresu *call notice*, następnie do przeprowadzenia konwersji długu na akcje spółki (w zamian za konwersję każdej wyemitowanej obligacji zamiennej emitent płaci gwarantowi odpowiednią prowizję, tzw. *take-up fee*), a na końcu do sprzedaży objętych akcji na rynku wtórnym na własny koszt i na własne ryzyko. Schemat umowy *standby* przedstawiono na rysunku 2.3.

Emitent może wynagrodzić inwestorom przedterminowe umorzenie instrumentów hybrydowych poprzez dołączenie klauzuli *make-whole* (*make-whole provision*). Powiększa ona cenę *call* o bieżącą wartość przyszłych płatności odsetkowych od momentu realizacji opcji *call* aż do pierwotnego terminu zapadalności papierów wartościowych. Z kolei dodanie klauzuli „porządkującej” (*clean-up clause*) umożliwia

⁷ Brak klauzul *call protection* ma szczególne znaczenie dla obligacji zamiennych emitowanych bez określonego terminu zapadalności (*perpetual convertible bonds*). Emitenci otrzymują w ten sposób prawo do ich umorzenia w zależności od swojej sytuacji finansowej lub uwarunkowań makroekonomicznych.

spółce przedterminowe umorzenie pozostałej części instrumentów, jeżeli większość z nich została już zamieniona na udziały emitenta (tzw. *clean-up call*). Interesującym prawem dodatkowym jest też klauzula, która uprawnia przedsiębiorstwo do automatycznego wymuszenia konwersji, jeśli inwestorzy nie zdecydowali się na zamianę obligacji, które były „w cenie” (*sleeping investors clause*). Konwersja zostaje wtedy przeprowadzona w imieniu obligatariuszy przez ich domy maklerskie. Emitent może również w warunkach emisji zastrzec sobie prawo do realizacji opcji *call* w momencie istotnej zmiany sposobu rozliczania przez spółkę podatku dochodowego, np. na skutek wejścia w życie nowych regulacji podatkowych (*tax changes call*).



Rysunek 2.3. Schemat umowy *standby* między emitentem a gwarantem konwersji

Źródło: opracowanie własne.

Innym rodzajem długu hybrydowego są obligacje zamienne z opcją *put*, które uprawniają inwestorów do wycofania udostępnionych spółce środków w dowolnym momencie przed terminem zapadalności instrumentów dłużnych (*puttable convertible bonds*). Obligatariusze mogą skorzystać z tego przywileju, np. jeżeli przewidują, że w terminie zapadalności instrumenty będą „poza ceną”. Dołączenie klauzuli *put* przez przedsiębiorstwa, które znajdują się w złej kondycji ekonomicznej, umożliwia im przyciągnięcie nowych inwestorów i pozyskanie kapitału w obliczu trudności ze zdobyciem funduszy z innych źródeł zewnętrznych np. poprzez emisję zwykłych obligacji bądź zaciągnię-

cie kredytu bankowego. Z drugiej strony, dołączenie opcji *put* jest dla spółki bardzo ryzykowne, ponieważ nagła realizacja tej klauzuli przez inwestorów i obowiązek wykupu nominalnej wartości obligacji może doprowadzić ją do poważnych problemów finansowych, a nawet zakończyć się jej bankructwem. W Stanach Zjednoczonych szczególnie popularne są obligacje zamienne, w których opcje *call* i *put* są wbudowane jednocześnie (*put/call convertibles*)⁸. Motywy emisji tej formy długu hybrydowego są jednak przedmiotem zainteresowań badaczy niezwykle rzadko.

Posiadacze obligacji zamiennych są narażeni na działania emitentów, które wpływają na obniżenie rynkowej ceny akcji przedsiębiorstwa, a tym samym prowadzą do spadku wartości opcji konwersji. Mogą one polegać m.in.: na dodatkowym uprzywilejowaniu emitowanych akcji (np. w zakresie dywidendy), łączeniu bądź podziału akcji, przeprowadzeniu zmian w strukturze kapitału własnego spółki lub emisji opcji na akcje umożliwiającą nabycie walorów z dyskontem do ich wartości rynkowej⁹. W celu zabezpieczenia interesów obligatariuszy, powszechnie jest wprowadzanie przez emitentów klauzul, które chronią inwestorów przed takimi praktykami (tzw. *anti-dilution clauses*)¹⁰. Wybór odpowiedniego rozwiązania jest uzależniony od rodzaju wyemitowanego instrumentu hybrydowego, specyfiki rynku kapitałowego i regulacji podatkowych obowiązujących w danym kraju. Najczęściej przyjmuje on formę modyfikacji ceny konwersji, która rekompensuje inwestorom spadek wartości konwersji w wyniku wystąpienia wyżej wymienionych zdarzeń¹¹. Obligatariusze otrzymują wtedy prawo do nabycia większej ilości walorów po niższej cenie, ponieważ zmiana ceny konwersji automatycznie pociąga za sobą zmianę współczynnika konwersji.

Przypuśćmy, że emitent dokonuje podziału akcji w stosunku 1:2. Akcja, która początkowo była wyceniana na 10 zł, będzie teraz warta 5 zł. Przy cenie konwersji równej 12 zł, obligacja zamienna znajdzie się daleko

8 Udział spółek amerykańskich w emisji obligacji zamiennych *put/call* na świecie w latach 2000–2013 wyniósł ok. 90%. Źródło: baza danych Agencji Bloomberg.

9 *Ibidem*, s. 369–370.

10 Wskaźnik „rozwodnienia” kapitału własnego (*D*) konstruuje się przy założeniu, że wszystkie hybrydowe papiery wartościowe zostaną zamienione na akcje emitenta. Wyznacza się go z następującej formuły:

$$D = \frac{m + n}{m + (m + n)},$$

gdzie: *m* – liczba akcji znajdujących się w obiegu przed konwersją, *n* – liczba akcji, które znajdują się w obiegu w wyniku konwersji. Za: S. Das, *Structured Products and Hybrid Securities*; John Wiley & Sons, New York 2001, s. 369.

11 *Ibidem*, s. 369–370.

od punktu, w którym inwestorzy będą skłonni do realizacji opcji zamiany. W celu ochrony inwestorów przed utratą wartości konwersji wprowadza się więc formułę, która uprawnia obligatariuszy do objęcia większej liczby tańszych udziałów. Emitent ustala „nową” cenę konwersji, mnożąc „starą” cenę konwersji przez współczynnik A/B gdzie: A – liczba akcji spółki znajdująca się w obiegu przed podziałem akcji, B – liczba akcji spółki po podziale akcji.

Warto zauważyć, że na skutek realizacji opcji konwersji przez inwestorów, oprócz spadku zysku na akcje w wyniku zwiększenia się całkowitej liczby walorów firmy, obniża się także procentowy udział dotychczasowych akcjonariuszy w kapitale własnym spółki, przez co tracą oni wpływ na zarządzanie przedsiębiorstwem. Aby temu przeciwdziałać, firmy mogą podjąć decyzję o emisji praw poboru, które umożliwiają „starym” udziałowcom nabycie proporcjonalnej części nowo emitowanych akcji. Emisja praw poboru powoduje jednak spadek kursu walorów emitenta, co obniża prawdopodobieństwo przeprowadzenia konwersji przez posiadaczy obligacji¹². Aby zrekompensować im tę niegodność, emitent może obniżyć cenę konwersji, mnożąc „starą” cenę przez współczynnik $(A + B)/(A + C)$, gdzie: A – liczba akcji spółki, które znajdują się w obiegu w momencie emisji nowych akcji, B – liczba akcji, które mogą zostać objęte przez dotychczasowych akcjonariuszy w wyniku realizacji praw poboru, C – liczba akcji nowej emisji.

Do obniżenia ceny akcji dochodzi również w momencie wypłaty przez spółkę dywidendy. Klauzule, które chronią inwestorów przed obniżeniem wartości konwersji (*dividend protection clauses*), co do zasady, powinny całkowicie zabezpieczać ich interesy, bez względu na wysokość wypłacanego świadczenia pieniężnego (*full dividend protection*). Polegają one na modyfikacji ceny konwersji, którą mnoży się przez współczynnik $(A - B)/A$, gdzie A – bieżąca cena akcji emitenta w chwili wypłaty dywidendy, B – dywidenda na akcję. W praktyce wiele podmiotów dodaje w warunkach emisji zapis, w myśl którego klauzula *dividend protection* może zostać wykorzystana dopiero wtedy, kiedy dywidenda na akcję przekroczy rynkową cenę walorów o określoną wartość, np. o 1 zł (*partial dividend protection*).

Mechanizm klauzuli *dividend protection* może opierać się także na odpowiedniej modyfikacji współczynnika konwersji, opisanej formułą¹³:

¹² *Ibidem*, s. 370.

¹³ B.D. Grundy, P. Verwijmeren, *Dividend-protected Convertible Bonds and the Disappearance of Call Delay*, SSRN, 2012, <http://ssrn.com/abstract=2579127> (dostęp: 25.04.2015), s. 9.

$$CR_2 = CR_1 \times \frac{P^{cum\ div}}{P^{cum\ div} - DPS},$$

gdzie:

CR_2 – współczynnik konwersji po wypłacie dywidendy,

CR_1 – współczynnik konwersji przed wypłatą dywidendy,

$P^{cum\ div}$ – cena akcji z prawem do dywidendy¹⁴,

DPS – dywidenda na akcję.

Posiadacze instrumentów hybrydowych mogą być także chronieni przed zmianami kapitałowymi i własnościowymi zachodzącymi w przedsiębiorstwie, np. fuzjami i przejęciami lub sprzedażą dużego pakietu akcji emitenta, które mogą pozbawić inwestorów wartości czasowej opcji konwersji¹⁵. Obligatariusze, którzy nie mają wpływu na przebieg wymienionych transakcji, mogą niespodziewanie znaleźć się w dość trudnej sytuacji. Nie wiedzą na przykład, czy podjąć decyzję o przeprowadzeniu konwersji niezwłocznie i objąć akcje powstałego w wyniku fuzji podmiotu na zasadach ustalonych w warunkach emisji, czy może zdecydować się na przetrzymanie obligacji do pierwotnego terminu zapadalności w celu zachowania regularnych płatności odsetkowych. W rozwiązaniu tego dylematu pomocne mogą okazać się specjalne klauzule. Pierwsza z nich zagwarantowuje inwestorom możliwość natychmiastowej sprzedaży posiadanych obligacji zamiennych po cenie nominalnej (*put-at-par*). Zbycie obligacji będzie jednak korzystne dla inwestora wyłącznie wtedy, gdy ich cena rynkowa będzie oscylowała poniżej ich wartości nominalnej¹⁶. Druga metoda bazuje na obniżeniu ceny konwersji w celu zrekompensowania inwestorom spadku ceny akcji, jeżeli firma została przejęta poniżej wartości rynkowej¹⁷. Ze względu na fakt, że wraz z modyfikacją ceny konwersji zmianie ulega także wartość współczynnika konwersji, inwestorzy zostają przez emitenta uprawnieni do objęcia większej liczby tańszych akcji. Zmiana ceny konwersji będzie tym większa, im więcej czasu pozostało do terminu zapadalności długu. Im bliżej terminu wykupu, tym niższa jest wartość czasowa opcji konwersji, dlatego zmiany ceny konwersji nie muszą być tak znaczne¹⁸. Nowa cena konwersji (CP_2) najczęściej obliczana jest na podstawie wzoru:

14 *Cum-dividend* – są to akcje z prawem do dywidendy. *Ex-dividend* to akcje bez prawa do dywidendy.

15 Szerzej na ten temat w: S. Das, *op. cit.*, s. 370.

16 H. Woodson, *Global Convertible Investing*, John Wiley & Sons, New York 2002, s. 20; I. Nelken, *Handbook of Hybrid Instruments*, John Wiley & Sons, Chichester 2000, s. 22.

17 H. Woodson, *op. cit.*, s. 20.

18 J. Taylor, R. Flanigan, *Convertible Bonds An Issuer's Guide (European Edition)*, Mayer Brown, October 2013, s. 7–8.

$$CP_2 = \frac{[VWAP \times (N - n)] + [(CP_1 \times n)]}{N},$$

gdzie:

VWAP – średni kurs akcji ważony obrotem (*volume weighted average price*),

CP_1 – „stara” cena konwersji,

N – liczba dni od dnia zmiany ceny konwersji do dnia terminu zapadalności obligacji,

n – liczba dni od dnia zmiany ceny konwersji do dnia transakcji przejęcia¹⁹.

Do warunków emisji często dołączane są także klauzule, które chronią inwestorów przed niedotrzymaniem zobowiązań finansowych przez spółkę (*default protection clauses*). Jednym z przykładów może być automatyczne ogłoszenie niewypłacalności przedsiębiorstwa, które ma znaczne opóźnienia w regulowaniu płatności odsetkowych (np. dłuższe niż 90 dni) lub nie wykupiło długu w ustalonym terminie zapadalności. Innym popularnym zapisem jest klauzula wspólnego działania (*collective action clause*, *CAC*), która zmusza wszystkich wierzycieli do zgody na restrukturyzację długu, jeśli zostało to przegłosowane przez większość obligatariuszy.

Emitenci mają też możliwość ustalenia kolejności zaspokojenia roszczeń wierzycieli wobec majątku spółki w przypadku jej bankructwa. Hybrydowe instrumenty dłużne mają, co do zasady, wyższy priorytet w porównaniu z akcjami zwykłymi, ale niższy od obligacji zwykłych, dlatego są one określane mianem *junior debt*. Dopuszczalna jest także emisja uprzywilejowanego długu zamiennego, który może nadać obligacjom najwyższy priorytet w stosunku do innych instrumentów dłużnych wyemitowanych przez spółkę (*senior debt*) lub pierwszeństwo w zaspokojeniu roszczeń przed posiadaczami innych podporządkowanych papierów wartościowych (*senior subordinated debt*). Obligacje zamienne często przyjmują postać długu niezabezpieczonego (*senior unsecured debt*). Możliwe jest także dołączenie klauzuli *pari passu*, która zrównuje prawa posiadaczy wszystkich dłużnych papierów wartościowych wobec majątku przedsiębiorstwa. Popularny jest również zapis o naruszeniu zobowiązań z tytułu innych umów (*cross default*), co oznacza, że naruszenie bądź niedotrzymanie zobowiązań z tytułu obligacji zwykłych automatycznie stanowi naruszenie zobowiązań z dłużnych instrumentów hybrydowych. Innym przykładem może być klauzula *negative pledge*, na podstawie której spółka obliguje się m.in. do nieobciążania swojego majątku hipoteką lub zastawem, do niezaciągania kolejnych zobowiązań lub do niedokonywania zmian w swoich aktywach, czyli deklaruje powstrzymanie się od działań, które mogłyby utrudnić zaspokojenie roszczeń posiadaczy dłużnych papierów wartościowych. Możliwe jest także ustanowienie re-

¹⁹ *Ibidem*.

strykcji na aktywa, które są przedmiotem zabezpieczenia emisji długu hybrydowego. Mogą one dotyczyć np. leasingu zwrotnego (*sale-leaseback option*).

W przypadku emisji realizowanych w celach podatkowych i niemających na celu podwyższenia kapitału własnego spółki w przyszłości lub jeśli zarząd chce złagodzić „rozwodnienie” kapitału własnego na skutek konwersji, emitenci mogą utrudnić konwersję instrumentów hybrydowych (*limited convertibility*), np. proponując obligatariuszom ekwiwalent gotówki w zamian za rezygnację z realizacji opcji zamiany (*cash settlement*)²⁰. Emitent może też zezwolić na konwersję tylko pewnej liczby akcji, jednocześnie zobowiązując się do wypłacenia inwestorom gotówki, liczonej od nadwyżki wartości konwersji ponad nominalną wartość długu (*net share settlement*). Innym sposobem zminimalizowania negatywnych skutków „rozwodnienia” kapitału własnego na skutek konwersji jest przeprowadzenie wykupu akcji własnych, który zredukuje liczbę walorów znajdujących się w wolnym obrocie.

Dług zamienny może także zostać rozszerzony o klauzulę *reset* (*reset convertible bonds*). Daje ona emitentowi prawo do modyfikacji ceny konwersji na ustalonych przez strony umowy warunkach, przez cały okres zapadalności obligacji (*dynamic reset*) lub w ściśle określonych terminach (*static reset*). Zmiana ceny konwersji może nastąpić w górę (czyli *upward reset* dla *step-up convertibles*) lub w dół (czyli *downward reset* dla *step-down convertibles*).

W przypadku długu hybrydowego typu *step-down*, jego emisja może być przeprowadzana przez przedsiębiorstwa z myślą o pozyskaniu kapitału w okresie niesprzyjających uwarunkowań gospodarczych i przy niskich rynkowych wycenach akcji, ponieważ wbudowany w obligacje zamienne mechanizm ochrony przed spadkiem wartości konwersji ułatwia znalezienie nabywców na emitowany dług. Z tego samego powodu, na wykorzystanie obligacji *step-down* mogą decydować się firmy mniejsze, o wysokim ryzyku inwestycyjnym i finansowym, jednak o dużym potencjale rozwoju²¹. Możliwość modyfikacji ceny konwersji sprawia, że obligacje szybciej staną się „w cenie”, co skłania inwestorów do finansowego zaangażowania w przedsiębiorstwo. Emitent może jednak obniżyć cenę konwersji wyłącznie do pewnej dolnej wartości granicznej (*floor*). Oznacza to, że posiadacze długu *step-down* nie są całkowicie zabezpieczeni przed spadkiem kursu walorów przedsiębiorstwa, ponieważ przy niskim

20 C.M. Lewis, P. Verwijmeren, *Convertible Security Design and Contract Innovation*, „Journal of Corporate Finance” 2011, vol. 17(4), s. 810.

21 E.C. Yu, W.T. Shaw, *On The Valuation Of Derivatives With Snapshot Reset Features*, „International Journal of Theoretical and Applied Finance” 2008, vol. 11(8), s. 906.

kursie jego akcji korzyści z tytułu modyfikacji ceny konwersji są równoważone przez wzrost prawdopodobieństwa bankructwa emitenta²². Warto także zwrócić uwagę, że obniżenie ceny konwersji automatycznie implikuje wzrost współczynnika konwersji, co będzie skutkowało wyższym poziomem „rozwodnienia” kapitału własnego, jeżeli obligatariusze zdecydują się na realizację opcji zamiany.

Menedżerowie, którzy uważają akcje swojej spółki za silnie przewartościowane, mogą zdecydować się na emisję obligacji typu *step-up*. Instrumenty te dają możliwość podwyższenia ceny konwersji, która zwiększy prawdopodobieństwo, że obligatariusze przeprowadzą zamianę długu na akcje firmy. Jednoczesne obniżenie współczynnika konwersji ogranicza jednak liczbę udziałów, które będą mogły zostać objęte przez posiadaczy obligacji. Emitent stara się im zrekompensować tę niedogodność poprzez ustalenie relatywnie wyższego kuponu odsetkowego w porównaniu ze zwykłymi obligacjami zamiennymi.

Opcja *reset* wbudowana w dług zamienny powoduje trudności z przeprowadzaniem jego dokładnej wyceny. Po pierwsze, wynika to z braku informacji na temat ostatecznej wartości współczynnika i ceny konwersji²³. Po drugie, przyczynia się do tego występowanie dolnej granicy *reset*, do której emitent może obniżyć cenę konwersji²⁴.

Obligacje zamienne bardzo często są przedmiotem transakcji arbitrażowych przeprowadzanych przez fundusze hedgingowe. Ich udział w obrocie tymi instrumentami szacowany jest na ok. 75% na rynku pierwotnym i na ponad 50% na rynku wtórnym²⁵. Instytucje te znacznie

22 Należy zauważyć, że przy niskim kursie akcji emitenta, rynkowa wartość obligacji zamiennych oscyluje poniżej wartości nominalnej. Obniżenie ceny konwersji przyczynia się jednak do wzrostu wartości konwersji i dług ponownie będzie wyceniany powyżej wartości nominalnej.

23 Z tego względu opcja *reset* jest nazywana opcją *path-dependent*, co oznacza, że jej wartość zależy od fluktuacji cen instrumentu, na podstawie którego została wyemitowana.

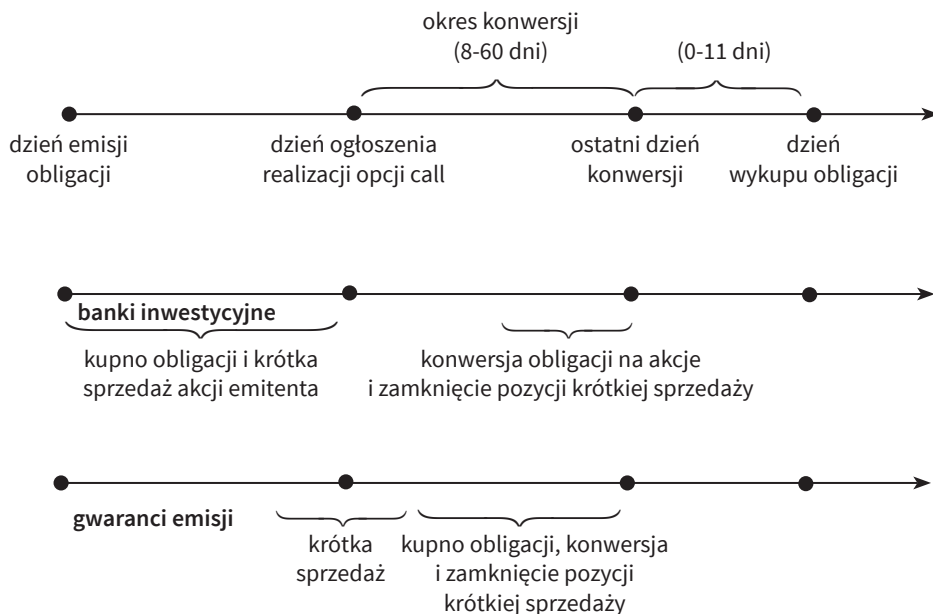
24 J. Qiu i Y. Zhang wyjaśniają, dlaczego w niektórych krajach częściej emitowane są obligacje zamienne z opcją *reset* (np. w Chinach), a w innych – zwykły dług zamienny (np. w Stanach Zjednoczonych). Ich zdaniem, wynika to z poziomu asymetrii informacji między przedsiębiorstwami a ich otoczeniem zewnętrznym. Im jest on wyższy (np. w Chinach), tym bardziej popularne są obligacje zamienne typu *reset*. Szerzej: J. Qiu, Y. Zhang, *Convertible Bonds with Resettable Conversion Prices*, „Economic Modelling” 2013, vol. 31, s. 198–205.

25 Za: S. Pulliam, *How Hedge-Fund Trading Sent A Company's Stock on Wild Ride*, „The Wall Street Journal”, 28.12.2004, <http://www.wsj.com/articles/SB110418523859310338> (dostęp: 05.08.2016); M. Mitchell, L.H. Pedersen, T. Pulvino, *Slow Moving Capital*, „The American Economic Review” 2007, vol. 97(2), s. 216; I. Loncarski, J. ter Horst, C. Veld, *The Rise and Demise of the Convertible Arbitrage Strategy*, „Financial Analyst Journal” 2009, vol. 65(5), s. 35; D. Choi, M. Getmansky,

ograniczyły swoją aktywność na rynku długu hybrydowego po wybuchu światowego kryzysu finansowego pod koniec ubiegłego stulecia²⁶. Celem realizowanej przez fundusze hedgingowe strategii arbitrażowej jest wykorzystanie niedowartościowania długu zamiennego w momencie jego emisji²⁷. Fundusze zajmują pozycję długą na obligacjach zamiennych i dokonują krótkiej sprzedaży akcji emitenta, tworząc tym samym portfel delta neutralny²⁸. Jeżeli wartość akcji spółki wzrośnie (czyli gdy delta zwiększa się), to fundusz zwiększa liczbę transakcji krótkiej sprzedaży akcji, jeżeli spada (czyli gdy delta obniża się) – dokupuje akcje w celu zamknięcia pozycji krótkich²⁹. Fundusze hedgingowe zarabiają na wzroście wartości obligacji w dłuższym terminie, osiągając przy tym roczną stopę zwrotu rzędu nawet 20%³⁰.

Wiele transakcji arbitrażowych na obligacjach zamiennych jest zawieranych w momencie przedterminowego umorzenia długu na wnioszek emitenta. Oprócz funduszy hedgingowych, aktywnie angażują się w nie gwaranci konwersji, którzy występują jako strona umowy *standby*. Schemat przeprowadzanych transakcji arbitrażowych przedstawia rysunek 2.4.

-
- B. Henderson, H. Tookes, *Convertible Bond Arbitrageurs as Suppliers of Capital*, „The Review of Financial Studies” 2010, vol. 23(6), s. 2493; S. Brown, B. Grundy, C. Lewis, P. Verwijmeren, *Convertibles and Hedge Funds as Distributors of Equity Exposure*, „Review of Financial Studies” 2012, vol. 25(10), s. 3079.
- 26 B. Masters, *Companies Return to Convertible Bond Market*, The Financial Times, 10.05.2009, <https://next.ft.com/content/ba773c74-3d9b-11de-a85e-00144feabdc0> (dostęp: 05.08.2016).
- 27 Niedowartościowanie obligacji zamiennych w momencie ich emisji dostrzegli m.in. J. Kang i Y. Lee, B. Henderson oraz A. Chan i N. Chen. Zob. J.K. Kang, Y.W. Lee, *The Pricing of Convertible Debt Offerings*, „Journal of Financial Economics” 1999, vol. 41(2), s. 231–248; B. Henderson, *Convertible Bonds: New Issue Performance and Arbitrage Opportunities*, Working Paper, George Washington University 2006; A.W.H. Chan, N. Chen, *Convertible Bond Underpricing: Renegotiable Covenants, Seasoning, and Convergence*, „Management Science” 2007, vol. 53(11), s. 1793–1814.
- 28 M.in. D. Choi, M. Getmansky, B. Henderson, H. Tookes, I. Loncarski, J. ter Horst i C. Veld oraz V. Agarwal, W. Fung, Y. Loon i N. Naik zauważyli, że w momencie sprzedaży długu zamiennego odnotowywany jest znaczny wzrost transakcji krótkiej sprzedaży na akcjach emitenta. Zob. D. Choi, M. Getmansky, B. Henderson, H. Tookes, *Convertible Bond Arbitrageurs as Suppliers of Capital*, „The Review of Financial Studies” 2010, vol. 23(6), s. 2492–2522; I. Loncarski, J. ter Horst, C. Veld, *op.cit.*, s. 35–50; V. Agarwal, W.H. Fung, Y.C. Loon, N.Y. Naik, *Risk and Return in Convertible Arbitrage: Evidence from the Convertible Bond Market*, „The Journal of Financial Economics” 2011, vol. 18(2), s. 175–194.
- 29 D. Choi, M. Getmansky, H. Tookes, *Convertible Bond Arbitrage, Liquidity Externalities, and Stock Prices*, „The Journal of Financial Economics” 2009, vol. 91(2), s. 228–229.
- 30 I. Loncarski, J. ter Horst, C. Veld, *op. cit.*, s. 1.



Rysunek 2.4. Transakcje arbitrażowe na obligacjach zamiennych w momencie realizacji opcji *call* przez emitenta

Źródło: opracowanie własne na podstawie: K.L. Bechmann, *Short Sales, Price Pressure, and the Stock Price Response to Convertible Bond Calls*, „Journal of Financial Markets” 2004, vol. 7(4), s. 430.

Banki inwestycyjne nabywają obligacje zamienne tuż przed lub nawet w dniu ogłoszenia przez emitenta informacji o realizacji opcji *call*, a w celu obniżenia ryzyka transakcji jednocześnie dokonują krótkiej sprzedaży jego akcji. Biorą one bowiem pod uwagę fakt, że konwersja długu nie jest przeprowadzana niezwłocznie, tylko cały proces może potrwać nawet do dwóch miesięcy, czyli do końca okresu *call notice*. W tym czasie obligacja, która początkowo była *in-the-money*, może stać się instrumentem *out-of-the-money*. Następnie, pod koniec okresu *call notice*, fundusze dokonują zamiany długu hybrydowego na akcje spółki, które są wykorzystywane do zamknięcia pozycji krótkich. Ewentualna strata wynikająca ze spadku wartości akcji przedsiębiorstwa jest rekompensowana przez zysk pochodzący z ich krótkiej sprzedaży. Liczba transakcji krótkiej sprzedaży pozostaje wysoka przez cały okres *call notice*, ponieważ fundusze maksymalnie opóźniają moment przeprowadzenia zamiany³¹.

31 Za: K.L. Bechmann, . *Short Sales, Price Pressure, and the Stock Price Response to Convertible Bond Calls*, „Journal of Financial Markets” 2004, vol. 7(4), s. 431.

Podobną strategię inwestycyjną realizują gwaranci konwersji, których głównym zadaniem jest zagwarantowanie zamiany wszystkich wyemitowanych przez emitenta obligacji zamiennych na jego akcje. W okolicach dnia ogłoszenia informacji o realizacji opcji *call*, gwaranci realizują krótką sprzedaż akcji firmy, a następnie, dla zminimalizowania ryzyka spadku wartości walorów, dążą do jak najszybszego przeprowadzenia konwersji³².

Innymi instytucjami finansowymi aktywnie działającymi na rynku długu hybrydowego są fundusze obligacji zamiennych. Podmioty te nabywają dług zamienny z pewnym wyprzedzeniem i liczą, że w momencie realizacji opcji *call* będzie on „w cenie”, dzięki czemu możliwe będzie przeprowadzenie konwersji i objęcie akcji konkretnej spółki. Jeżeli fundusze oceniają prawdopodobieństwo zamiany długu na udziały emitenta za niskie lub przewidują, że dług może zostać przez firmę przedterminowo umorzony, szybko pozbywają się obligacji i penetrują rynek w poszukiwaniu kolejnych okazji³³.

Finansowanie hybrydowe nie zyskało popularności wśród polskich przedsiębiorstw³⁴. Od początku lat 90. XX w. podmioty gospodarcze przeprowadziły w naszym kraju jedynie kilkadziesiąt emisji obligacji zamiennych. Większość z nich stanowiły emisje prywatne, dlatego – ze względu na brak dokładnych danych na temat warunków transakcji – przeprowadzenie kompleksowej analizy instrumentów hybrydowych na rynku polskim jest dosyć trudnym zadaniem. Jedną z pierwszych większych emisji została zrealizowana w 1996 r. przez spółkę Optimum S.A. W 1997 r. Elektrim S.A. dokonał sprzedaży długu hybrydowego o łącznej wartości ponad 500 mln zł³⁵. Z kolei pierwszą w Europie Środkowo-Wschodniej emisję euroobligacji zamiennych przeprowadził Bank Przemysłowo-Handlowy³⁶. Dług zamienny wykorzystano też w procesie prywatyzacyjnym Banku Handlowego³⁷.

Z danych pochodzących z raportu Catalyst na 2014 r. wynika, że na regulowanym rynku obligacji wyemitowano do tej pory trzynaście serii obligacji zamiennych, co stanowi jedynie 1,7% wszystkich instrumentów dłużnych znajdujących się w obrocie³⁸. Ponad połowa długu zamiennego

32 *Ibidem*, s. 431.

33 *Ibidem*, s. 430.

34 Źródło: <http://www.stockwatch.pl/artykuly/post/2011/08/25/Catalyst-w-pigulce-Obligacje-zamienne.aspx> (dostęp: 05.08.2016).

35 W. Gadomski, *Restrukturyzacja. Elektrim.*, Gazeta Wyborcza, 15.12.1999, <http://wyborcza.pl/1,75248,138254.html> (dostęp: 05.08.2016).

36 W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, PWN, Warszawa 2014, s. 247–249.

37 *Ibidem*, s. 247–249.

38 *Raport Catalyst: rynek obligacji w 2014 r., III edycja*, Grant Thornton, czerwiec 2015.

została wyemitowana przez spółki deweloperskie (Gant Development, Marvipol, Warimpex). Inni emitenci tych instrumentów prowadzą działalność w sektorze usług finansowych (MCI Management i Rubicon Partners NFI), farmaceutycznym (Miraculum), materiałów budowlanych (Mera) i energetycznym (MEW).

Analitycy wskazują, że obligacje zamienne są w naszym kraju wykorzystywane najczęściej jako element procesu restrukturyzacyjnego emitenta lub jako instrument obejmowany przez głównego właściciela w celu szybkiego dokapitalizowania spółki³⁹. Wiele obligacji nie zostało przekonwertowanych na udziały przedsiębiorstw, dlatego można zaryzykować stwierdzenie, że dług hybrydowy jest traktowany przez polskich emitentów bardziej jako instrument dłużny niż jako narzędzie pozwalające im na podwyższenie kapitału własnego w przyszłości⁴⁰.

Finansowanie hybrydowe w Polsce regulują przepisy ustawy o obligacjach (Dz.U. z 2015 r., nr 0, poz. 238) i kodeksu spółek handlowych (Dz.U. z 2000 r., nr 94, poz. 1037 z późniejszymi zmianami). Zgodnie z art. 19 ustawy o obligacjach spółka ma prawo emitować obligacje, które uprawniają do objęcia wyemitowanych przez nią akcji w zamian za te obligacje. Uchwałę o emisji długu zamiennego i akcji, które będą z zamian za niego wydawane, należy zgłosić do Krajowego Rejestru Sądowego i wpisać do niego wzmiankę o uchwale wskazującą maksymalną wysokość podwyższenia kapitału zakładowego. Uchwała powinna określać: (1) zakres przyznawanego inwestorom prawa i warunki jego realizacji, (2) sposób przeliczenia obligacji na akcje, oraz (3) maksymalną wysokość podwyższenia kapitału zakładowego w wyniku konwersji obligacji na akcje.

W warunkach emisji długu zamiennego należy zapisać m.in. (1) dokładny termin, w którym dopuszczalna jest konwersja obligacji, (2) sposób przeliczenia obligacji na akcje spółki, (3) sposób postępowania w przypadku przekształcenia, likwidacji emitenta lub zmiany wartości nominalnej akcji przed dniem, w którym możliwa jest realizacja opcji zamiany przez obligatariuszy, oraz (4) informację o obowiązku zgłoszenia przez obligatariuszy Prezesowi Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów oraz innym organom zamiaru nabycia udziałów spółki w drodze zamiany obligacji na akcje. Realizacja prawa wynikającego z posiadanej przez obligatariusza opcji zamiany przyjmuje formę pisemnego oświadczenia o zamianie obligacji na akcje, które powinno zostać złożone spółce.

Sposoby niestandardowego podwyższania kapitału własnego obejmują w Polsce tryb kapitału docelowego i tryb kapitału warunkowego (art. 444–454 kodeksu spółek handlowych). Mają one swoje źródło

39 J. Fryc, *Opcja zamiany nie elektryzuje inwestorów*, Puls Biznesu, 29.02.2016.

40 *Ibidem*.

w ustawodawstwie niemieckim (kapitał warunkowy) i amerykańskim (kapitał docelowy)⁴¹. Docelowe podwyższenie kapitału zakładowego polega na upoważnieniu zarządu spółki akcyjnej do jego jednorazowego lub kilkukrotnego podwyższenia na okres nie dłuższy niż trzy lata. Całkowita wartość podwyższenia nie może przekraczać trzech czwartych kapitału zakładowego i obejmować emisji akcji uprzywilejowanych oraz przyznawania osobistych uprawnień, np. dotyczących prawa powoływania i odwoływania członków zarządu⁴². Uchwała walnego zgromadzenia dotycząca upoważnienia zarządu do podwyższenia kapitału zakładowego w granicach kapitału docelowego wymaga większości trzech czwartych głosów.

Walne zgromadzenie może jednak uchwalić podwyższenie kapitału z zastrzeżeniem, że osoby, którym przyznano prawo do objęcia akcji, wykonają je w trybie warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego (art. 448–452). Jest ono skierowane m.in. do posiadaczy obligacji zamiennych, obligacji z prawem pierwszeństwa i warrantów subskrypcyjnych. Podjęta uchwała powinna określać: (1) nominalną wartość warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego, (2) cel jego podwyższenia, (3) termin wykonania prawa objęcia akcji, oraz (4) grono osób uprawnionych do objęcia akcji. Zmiana statutu zakładająca warunkowe podwyższenie kapitału musi zostać zgłoszona do sądu rejestrowego.

2.2. Obligacje wymienne

Jednym ze szczególnych rodzajów obligacji zamiennej jest obligacja wymienna (*exchangeable bond*). Daje ona obligatariuszom prawo do jej zamiany na akcje przedsiębiorstwa, w którym emitent posiada swoje udziały. Oznacza to, że spółka matka emituje dług wymienny na udziały w spółce córce lub w kilku spółkach córkach. Zdecydowanie rzadziej ma miejsce sytuacja, w której to spółka córka emituje obligacje, które mogą zostać zamienione na akcje spółki matki⁴³. Literatura przedmiotu wskazuje na szereg zalet emisji obligacji wymiennych, które są wykorzystywane przez podmioty gospodarcze najczęściej jako alternatywny sposób

41 M. Romanowski, *Warunkowe podwyższenie kapitału zakładowego*, C.H. Beck, Warszawa 2004, s. 7–28.

42 Kwestia przyznawania akcjonariuszom osobistych uprawnień jest regulowana przez art. 354 kodeksu spółek handlowych.

43 J.F. Fabozzi, *Rynki obligacji. Analiza i strategię*, WIG-Press, Warszawa 2000, s. 450.

pozbycia się akcji spółek zależnych w stosunku do zwykłej sprzedaży udziałów na rynku pierwotnym lub wtórnym.

Po pierwsze, emisja długu wymiennego nie powoduje „rozwodnienia” kapitału własnego spółki matki, ponieważ emitowane obligacje zostaną przekonwertowane na udziały innego przedsiębiorstwa. Po drugie, pozwala ona na uniknięcie skomplikowanej procedury emisji akcji spółki córki na rynku publicznym. Po trzecie, badania empiryczne pokazują, że bezpośrednie koszty emisji obligacji wymiennych mogą być niższe od kosztów emisji akcji na rynku wtórnym⁴⁴. Po czwarte, informacja o emisji długu wymiennego może spotkać się z mniej negatywną reakcją rynku wobec walorów spółek córek⁴⁵. Prawdopodobnie wynika to z hybrydowej konstrukcji obligacji wymiennych, która gwarantuje posiadaczom wykup długu przez emitenta, gdyby w terminie zapadalności obligacje były „poza ceną”, jak również z niższego poziomu asymetrii informacji między emitentami a akcjonariuszami niż między emitentami a obligatariuszami⁴⁶. Po piąte, dzięki emisji długu wymiennego zarząd może uniknąć sprzedaży niedowartościowanych akcji spółki córki i dokonać ich zbycia po wyższej cenie (równej cenie konwersji) w późniejszym terminie. Po szóste, rynek może pozytywnie

44 W. Mikkelson i M. Partch oszacowali koszty sprzedaży akcji na rynku wtórnym na ok. 4,5% wartości emisji, podczas gdy koszty transakcyjne emisji obligacji wymiennych wynoszą według B. Barbera ok. 1,56%, W. Gentry’ego i D. Schitzera: 2,80%, a B. Kleidta: 1,95%. Zob. W.H. Mikkelson, M.M. Partch, *Valuation Effects of Security Offerings and the Issuance Process*, „The Journal of Financial Economics” 1986, vol. 15(1–2), s. 31–60; B. Barber, *Exchangeable Debt*, „Financial Management” 1993, vol. 22(2), s. 48–60; W.M. Gentry, D.M. Schizer, *Frictions and Tax-Motivated Hedging: An Empirical Exploration of Publicly-Traded Exchangeable Securities*, „National Tax Journal” 2003, vol. 56(1), s. 167–195; B. Kleidt, *The Use of Hybrid Securities. Market Timing, Investor Rationing, Signaling and Asset Restructuring*, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden 2006.

45 Wyniki dotychczasowych badań empirycznych nie są jednoznaczne. C. Ghosh, R. Varma i J. Woolridge obliczyli, że spadek cen akcji spółek córek w okolicach dnia ogłoszenia informacji o emisji obligacji wymiennych wyniósł 1,11%, B. Barber: 1,0%, a B. Kleidt: 1,57%. Z kolei A. Danielova oraz M. Amman, M. Fehr i R. Seiz oszacowali, że wyniósł on odpowiednio 2,85% 2,43%, co jest porównywalne do wyniku otrzymanego przez W. Mikkelsona i M. Partcha dla zwykłej sprzedaży akcji na rynku wtórnym, oscylującego w granicach 2–3%. Zob. C. Ghosh, R. Varma, J.R. Woolridge, *An Analysis of Exchangeable Debt Offers*, „The Journal of Financial Economics” 1990, vol. 28(1–2), s. 251–263; B. Barber, *op. cit.*, s. 48–60; B. Kleidt, *op. cit.*; A.N. Danielova, *When Do Firms Issue Exchangeable Debt?*, „Quarterly Journal of Finance and Accounting” 2011, vol. 50(2), s. 5–24; M. Ammann, M. Fehr, R. Seiz, *New Evidence on the Announcement Effect of Convertible and Exchangeable Bonds*, „Journal of Multinational Financial Management” 2006, vol. 16, s. 43–63; W.H. Mikkelson, M.M. Partch, *op. cit.*, s. 31–60.

46 B. Barber, *op. cit.*, s. 53–54.

odebrać informację o pozbyciu się akcji spółki córki, interpretując to jako początek restrukturyzacji firmy macierzystej⁴⁷.

Pomimo niewątpliwych zalet wykorzystania obligacji wymiennych, menedżerowie muszą być świadomi, że sprzedaż akcji spółek zależnych poprzez emisję długu wymiennego może zakończyć się niepowodzeniem i koszt tego przedsięwzięcia może okazać się znacznie wyższy od zwykłego zbycia akcji na rynku wtórnym. Po pierwsze, kadra kierownicza nie ma gwarancji, że inwestorzy dokonają zamiany obligacji na udziały spółki córki⁴⁸. Po drugie, musi ona pamiętać, że nawet niewielki spadek kursu akcji spółki córki po upublicznieniu informacji o emisji obligacji wymiennych podwyższa całkowity koszt sprzedaży jej udziałów za pomocą długu wymiennego.

Wśród innych zalet wykorzystania długu wymiennego przez przedsiębiorstwa wymienia się jego niższy kupon odsetkowy w porównaniu ze zwykłymi obligacjami korporacyjnymi. Pozwala to spółce matce na obniżenie kosztów finansowych, nawet wtedy, kiedy tak naprawdę nie planuje ona zbycia udziałów spółki córki. Jeśli menedżerowie spółki macierzystej uważają walory spółki córki za przewartościowane, to emitując dług wymienny i ustalając relatywnie wyższą cenę konwersji, minimalizują prawdopodobieństwo zamiany instrumentów dłużnych na jej udziały i pozyskują tańsze źródło kapitału, zachowując przy tym pełną kontrolę nad podmiotem zależnym. Ponadto zarząd może zapewnić sobie przyspieszenie sprzedaży udziałów poprzez dołączenie opcji *call*, która jednocześnie pozwala menedżerom na przedterminowe umorzenie długu hybrydowego, gdyby decyzja o zbyciu akcji spółki córki została uznana za błędną⁴⁹.

47 B. Kleidt, *op. cit.*, s. 115–116.

48 Badanie przeprowadzone przez A. Danielovą, S. Smarta i J. Boquista potwierdza, że wyniki operacyjne spółek córek obniżają się przez trzy lata od emisji obligacji wymiennych, a spadek wartości ich akcji był większy nie tylko w porównaniu z innymi firmami w branży, ale również z pozostałymi przedsiębiorstwami należącymi do grupy kapitałowej spółki matki. Co ciekawe, przed emisją długu wymiennego, spółki córki charakteryzowały się ponadprzeciętnymi wynikami operacyjnymi i stopą zwrotu z akcji. Do przeciwnych wniosków doszedł jednak B. Kleidt, który nie zaobserwował obniżenia rynkowej kapitalizacji spółek córek po sprzedaży obligacji wymiennych w dłuższym terminie. Zob. A.N. Danielova, S.B. Smart, J. Boquist, *What Motivates Exchangeable Debt Offerings?*, „Journal of Corporate Finance” 2010, vol. 16(2), s. 159–169; B. Kleidt, *op. cit.*, s. 141.

49 Według bazy danych Agencji Bloomberg co trzecia wyemitowana na świecie obligacja wymienna ma wbudowaną opcję *call*. C. Ghosh, R. Varma i J. Woolridge nie wykazali spadku cen akcji spółki matki po upublicznieniu przez nią informacji o przedterminowym umorzeniu długu wymiennego. Ich zdaniem negatywna reakcja rynku na utratę korzyści z tytułu tarczy podatkowej jest równoważona przez pozytywną informację o zmianie struktury aktywów emitenta na skutek

Nie można także wykluczyć, że dokonując emisji obligacji wymiennych, przedsiębiorstwa pragną zachować prawo do dywidend wypłacanych im przez spółki córki, aż do momentu konwersji długu. Może to mieć szczególne znaczenie podczas wykorzystania tych instrumentów w procesach prywatyzacyjnych podmiotów państwowych⁵⁰. Poprzez emisję długu wymiennego firmy mogą również dążyć do odroczenia realizacji zysków ze zbycia akcji spółek córek z przyczyn fiskalnych, ponieważ w zależności od systemu prawnego, obowiązek podatkowy z tego tytułu na ogół powstaje dopiero w momencie konwersji obligacji, a nie w chwili emisji długu⁵¹. Ponadto emisja obligacji wymiennych może mieć na celu zablokowanie transakcji przejęcia spółki córki przez inny podmiot, ponieważ dodatkowe rozproszenie jej akcjonariatu na skutek realizacji opcji zamiany przez obligatariuszy może utrudnić stronie przejmującej nakłonienie każdego akcjonariusza do sprzedaży swoich udziałów⁵².

Szczególnym rodzajem obligacji wymiennych są odwrócone obligacje zamienne (*reverse convertible bonds*)⁵³. Jest to instrument struk-

dezinwestycji. Obniżenie kursu akcji odnotowano jednak w przypadku spółek córek (o 1,6%). Autorzy wysunęli tezę, że może to być wynikiem reakcji rynku, który interpretuje emisję długu wymiennego jako chęć pozbycia się przez spółkę matkę przewartościowanych udziałów spółki córki lub obawia się nasilenia konfliktów agencji między dotychczasowymi i nowymi akcjonariuszami firmy zależnej a jej zarządem. W konsekwencji wycofania się dużego udziałowca, rozproszony akcjonariat traci bowiem kontrolę nad działaniami menedżerów, którzy nie zawsze dążą do maksymalizacji zysków akcjonariuszy. Zob. C. Ghosh, R. Varma, J.R. Woolridge, *Exchangeable Debt Calls and Security Returns*, „Journal of Business Finance and Accounting” 1996, vol. 23(1), s. 107–114.

50 Wykorzystanie długu wymiennego w procesach prywatyzacyjnych przedsiębiorstw państwowych staje się coraz bardziej popularne. Oprócz zachowania możliwości otrzymania wysokich dywidend, państwo pozyskuje tańsze źródło kapitału w porównaniu ze zwykłymi obligacjami skarbowymi. Ponadto sprzedaż udziałów w państwowych spółkach zostaje opóźniona do terminu zapadalności obligacji i będzie mogła zostać przeprowadzona po wyższej cenie, co nabiera szczególnego znaczenia w okresie niesprzyjającej sytuacji makroekonomicznej i niskich wycen akcji spółek na rynku kapitałowym. Prywatyzację za pomocą długu wymiennego z powodzeniem przeprowadzono m.in. w Niemczech (prywatyzacja m.in. Deutsche Post i Deutsche Telekom), Austrii, Portugalii czy na Węgrzech. Szerzej na ten temat w: D. Kaźmierczak, J. Marszałek, *The Use of Exchangeable Bonds During the Privatization Process*, Financial Internet Quarterly „e-Finanse” 2013, vol. 9(4), s. 86–95.

51 B. Barber na podstawie analizy rynku amerykańskiego nie udowodnił, że główną przyczyną emisji obligacji wymiennych są motywy podatkowe. Zob. B. Barber, *op. cit.*, s. 48–60.

52 Szerzej: C. Ghosh, R. Varma, J.R. Woolridge, *op. cit.*, s. 109.

53 W latach 2000–2013 na świecie przeprowadzono ok. 112 tys. emisji odwróconych obligacji zamiennych, głównie przez spółki z sektora finansowego. Łącz-

turyzowany o charakterze spekulacyjnym, emitowany przez instytucje finansowe, a jego konstrukcja przypomina połączenie obligacji wymiennej z obligacją warunkowo zamienną, która zostanie przedstawiona w dalszej części rozdziału⁵⁴. Odwróconą obligacją zamienną można także scharakteryzować jako obligację zamienną z wbudowaną opcją *put* na akcje trzeciej spółki, która jest wystawiana przez inwestora emitentowi. Nazwa „odwrócona” wynika z faktu, że w terminie zapadalności to emitent, a nie obligatariusz, decyduje o sposobie wykupu obligacji. Uzależnia on to od poziomu ceny akcji przedsiębiorstwa, na podstawie których został wyemitowany dług hybrydowy. Oznacza to, że w odwróconych obligacjach zamiennych występuje tzw. roszczenie warunkowe (*contingent claim*). Jeżeli w terminie zapadalności długu cena akcji firmy będzie równa bądź wyższa od ustalonego w warunkach emisji poziomu, to inwestor otrzyma wartość nominalną obligacji. Jeśli będzie niższa, to dostanie określoną liczbę akcji spółki, obliczoną na podstawie wartości współczynnika konwersji. Należy przy tym podkreślić, że współczynnik konwersji w odwróconych obligacjach zamiennych oblicza się poprzez podzielenie wartości nominalnej obligacji przez początkową cenę akcji przedsiębiorstwa w momencie emisji długu, a nie, tak jak w zwykłych obligacjach zamiennych, przez ustaloną cenę konwersji.

Analizując konstrukcję odwróconej obligacji zamiennej, można wysnuć wniosek, że z punktu widzenia inwestorów, nabycie tych instrumentów nie powinno stanowić dla nich atrakcyjnej lokaty kapitału. Po pierwsze, nie mogą oni partycypować we wzroście rynkowej wartości kapitału własnego spółki. Po drugie, nie są w żaden sposób

na wartość wyemitowanych instrumentów przekroczyła \$2000 mld, a ich emisji dokonywano przede wszystkim w Niemczech (39% wszystkich emisji za \$1500 mld), Holandii (21% emisji za \$87 mld), Szwajcarii (10% emisji za \$133 mld), Wielkiej Brytanii (10% emisji za \$74 mld) oraz w rajach podatkowych: Guernsey (\$55 mld), Jersey (\$50 mld) i Kajmanach (\$40 mld). Źródło: baza danych Agencji Bloomberg.

54 W praktyce funkcjonują dwa terminy określające ten sam instrument finansowy: „odwrócona obligacja zamienna” (*reverse convertible bond*) i „odwrócona obligacja wymienna” (*reverse exchangeable bond*). Jego emitentem jest zawsze instytucja finansowa i opiewa on na akcje trzeciej spółki, a nie na udziały emitenta. Z tego względu, bardziej zasadne wydaje się stosowanie pojęcia „obligacji wymiennej”, ponieważ „obligacja zamienna” jest emitowana wyłącznie na akcje własne emitenta. Niemniej w broszurach informacyjnych instytucji finansowych i literaturze przedmiotu częściej spotykany jest termin „odwrócona obligacja zamienna”, dlatego to on będzie wykorzystywany w niniejszej pracy. W literaturze polskiej wykorzystuje się także termin „odwrotna obligacja zamienna”. Zob. W. Dębski, *Rynek finansowy...*, s. 247.

zabezpieczeni przed spadkami cen jej akcji. Po trzecie, muszą borykać się z niską płynnością rynku wtórnego obligacji odwróconych. Dlatego wydaje się, że głównym motywem kupna omawianych papierów wartościowych jest ich bardzo wysokie oprocentowanie, a ich spekulacyjny charakter pozwala inwestorom na osiągnięcie nawet 20-procentowej stopy zwrotu w skali roku⁵⁵.

2.3. Zerokuponowe obligacje zamienne

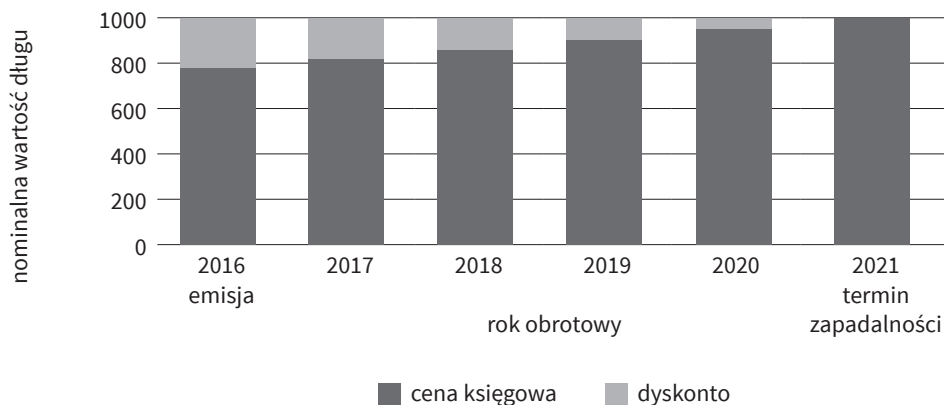
Obligacje zerokuponowe (*zero-coupon convertible bonds*) to obligacje o zerowym lub bardzo niskim kuponie odsetkowym (nieznacznie przekraczającym stopę dywidendy wypłacanej przez emitenta), które mogą zostać przez inwestorów nabyte z dyskontem do wartości nominalnej. Możliwa jest także sprzedaż długu po cenie nominalnej, jednak z ceną wykupu, która jest od niej wyższa, co podnosi wartość inwestycyjną obligacji⁵⁶.

Zerokuponowe obligacje zamienne najczęściej są emitowane z bardzo długim terminem wykupu (ok. 5–20 lat) i mogą być wykorzystywane przez przedsiębiorstwa ze względów podatkowych. Na przykład w Stanach Zjednoczonych, mimo że przez cały okres zapadalności instrumentów, emitent fizycznie nie ponosi żadnych lub prawie żadnych kosztów finansowych, to przepisy podatkowe umożliwiają mu rozliczenie odsetek tak, jakby były one faktycznie wypłacane obligatariuszom (obligacje *original issue discount* – *OID*)⁵⁷. Przez cały okres do wykupu, wartość księgowa zerokuponowej obligacji zamiennej wzrasta o teoretyczną wartość kapitalizowanych odsetek (tzw. wartość skumulowaną) i w terminie zapadalności zrównuje się z wartością nominalną. Początkowa wartość dyskonta, które pomniejszało nominalną cenę obligacji w momencie zakupu, ulega więc stopniowej amortyzacji. Zostało to przedstawione na rysunku 2.5.

55 M. Szymanowska, J. ter Horst, C. Veld, *Reverse Convertible Bonds Analyzed*, „Journal of Futures Markets” 2009, vol. 29(10), s. 897.

56 Na przykład w Stanach Zjednoczonych różnica między ceną wykupu obligacji a ich ceną nominalną może być odpisana od podstawy opodatkowania. Za: H. Woodson, *op. cit.*, s. 13; S. Das, *op. cit.*, s. 417.

57 Obligacje *OID* z reguły oferują inwestorom zerowy lub bardzo niski kupon odsetkowy. W latach 2000–2013 łączna wartość emisji obligacji *OID* w Stanach Zjednoczonych przekroczyła \$70 mld. Źródło: baza danych Agencji Bloomberg.



Rysunek 2.5. Mechanizm amortyzacji dyskonta obligacji *OID*

Źródło: opracowanie własne na podstawie: www.macabacus.com/terms/original-issue-discount (dostęp: 05.08.2016).

Jedną z najważniejszych zalet zerokuponowego długu zamiennego wiąże się z jego współczynnikiem konwersji. Ze względu na fakt, że jest on obliczany na podstawie ceny emisyjnej obligacji, która jest niższa od ich wartości nominalnej, przeważnie jest on niższy od współczynnika konwersji zwykłych obligacji zamiennych o podobnych parametrach i ryzyku. Obniża to przyszły poziom „rozwodnienia” kapitału własnego spółki na skutek realizacji opcji zamiany przez obligatariuszy. Jeżeli więc cena emisyjna obligacji zerokuponowej została ustalona na 78,21% jej wartości nominalnej (1000 zł), to współczynnik konwersji otrzymamy dzieląc 782,10 zł przez cenę konwersji. Jeżeli więc cenę konwersji ustalono na 125 zł, to współczynnik konwersji będzie wynosił $782,10/125 = 6,25$, a nie, jak w przypadku zwykłej obligacji zamiennej, $1000/125 = 8$.

Należy przy tym podkreślić, że cenę konwersji zerokuponowych obligacji zamiennych najczęściej ustala się z przeciętnie niższą początkową premią konwersji w porównaniu ze zwykłym długiem zamiennym. Ze względu na fakt, że wartość księgową obligacji zerokuponowych zbliża w trakcie okresu zapadalności do ich wartości nominalnej (zob. rysunek 2.5), to równoległe do niej zmianie ulega efektywna cena konwersji, po której inwestorzy będą mogli objąć udziały spółki. Innymi słowy, ustalona cena konwersji rośnie wraz ze zbliżaniem się obligacji do terminu zapadalności. Jeżeli przyjmiemy, że po pierwszym roku wartość długu wzrośnie o 5%, z 782,10 zł do 821,21 zł, to cena konwersji będzie wynosiła 131,39 zł ($821,21/6,25$). Jeżeli po dwóch latach cena obligacji podwyższy się o kolejne 5%, do 862,27 zł, to cena konwersji wyniesie 137,96 zł ($862,27/6,25$) itd. Obligatariusze zdecydują się na przeprowadzenie

konwersji, jeżeli przez cały okres zapadalności obligacji, rynkowa cena akcji będzie „podążała” za efektywną ceną konwersji i rosła co najmniej tak szybko, jak skumulowana wartość długu. Ustalenie relatywnie niższej ceny konwersji ma więc zrekompensować inwestorom stały wzrost efektywnej ceny konwersji aż do momentu wykupu instrumentów dłużnych⁵⁸.

Niska premia konwersji, która zwiększa prawdopodobieństwo realizacji opcji zamiany przez obligatariuszy, sprawia, że obligacje zerokuponowe są traktowane przez inwestorów jako forma kapitału własnego. Ich wartość jest zatem bardziej wrażliwa na wahania cen walorów emitenta niż na zmianę rynkowych stóp procentowych. Możliwa strata obligatariuszy na skutek obniżenia rynkowej wartości kapitału własnego przedsiębiorstwa jest ograniczana do wartości inwestycyjnej obligacji, ale należy pamiętać, że ze względu na zerowy kupon odsetkowy, jest ona niższa od wartości inwestycyjnej zwykłego długu zamiennego o podobnych parametrach i ryzyku.

Aby relatywnie długi okres zapadalności zerokuponowych obligacji zamiennych nie ograniczał swobody zarządu w realizacji celów operacyjnych i inwestycyjnych, do warunków emisji często dołączana jest opcja *call*, która umożliwia emitentom wymuszenie konwersji na obligatariuszach bądź przeprowadzenie wykupu instrumentów przed ustalonym terminem zapadalności⁵⁹. Dług zerokuponowy może przyjmować także postać skomplikowanych instrumentów strukturyzowanych oferowanych przedsiębiorstwom przez banki inwestycyjne, które wykorzystują je głównie w celach optymalizacji podatkowej⁶⁰.

58 Opracowano na podstawie H. Woodson, *op. cit.*, s. 12–13.

59 Zob. M.P. Narayanan, S.P. Lim, *On the Call Provision in Corporate Zero-Coupon Bonds*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1989, vol. 24(1), s. 91–103.

60 Przykładem takich papierów wartościowych są instrumenty strukturyzowane o akronimie LYON (*Liquid Yield Options Note*), których organizatorem emisji był bank inwestycyjny Merrill Lynch (po raz pierwszy w 1985 r.). Były to zerokuponowe obligacje zamienne (sprzedawane z 20–40-procentowym dyskontem do wartości nominalnej), bardzo długim terminem zapadalności (15–20 lat) i z początkową premią konwersji rzędu 10–20%. Wbudowana opcja konwersji dawała posiadaczowi LYONs prawo do ich zamiany na akcje konkretnego emitenta. LYONs miały dołączone opcje *put* i *call*, jednak ich realizacja przed upływem pięciu lat od emisji instrumentów wiązała się z określonymi „karami” finansowymi dla strony, która je wykorzystywała. Szerzej: S. Das, *op. cit.*, s. 411. Ze względu na skomplikowaną konstrukcję, precyzyjna wycena LYONs przysparza analitykom wiele kłopotów, dlatego tematyka szacowania wartości tych instrumentów jest stosunkowo rzadko poruszana na forum akademickim. Więcej na temat modeli wyceny LYONs w: J.J. McConnell, E.S. Schwartz, *LYON Taming*, „The Journal of Finance” 1986, vol. 41(3), s. 561–576; J.F. Navas, *Pricing LYONs under Stochastic Interest Rates*, „Revista de Economía Financiera” 2005, vol. 7, s. 12–24.

2.4. Obligacje przymusowo zamienne

Wiele przedsiębiorstw powstrzymuje się z pozyskaniem funduszy za pomocą długu zamiennego z dwóch powodów. Po pierwsze, obawiają się one niskiego popytu na sprzedawane instrumenty dłużne, ponieważ potencjalni inwestorzy często mają trudności z jednoznacznym przyporządkowaniem obligacji zamiennych do kategorii kapitału własnego lub kapitału obcego. Po drugie, istnieje ryzyko, że dług hybrydowy nie stanie się „w cenie” i obligatariusze nie zdecydują się na przeprowadzenie konwersji. Konieczność wykupu papierów wartościowych od inwestorów może przekroczyć możliwości finansowe spółki i zakończyć się jej bankructwem. Jednym ze sposobów przewyciężenia tego problemu może być emisja obligacji zamiennych z opcją *reset*. Możliwość obniżenia ceny konwersji przez emitenta zwiększy prawdopodobieństwo konwersji długu, ale tego nie zagwarantuje. Dlatego w celu zapewnienia firmie zamiany długu na jej akcje, zarząd może podjąć decyzję o wykorzystaniu obligacji przymusowo zamiennych, zwanych także obligacjami mandatowymi (*mandatory convertible bonds*).

Z punktu widzenia podmiotów gospodarczych, obligacje mandatowe należą do jednych z najbardziej atrakcyjnych instrumentów hybrydowych. Umożliwiają one pozyskanie funduszy już w momencie emisji długu przy jednoczesnym odroczeniu podwyższenia kapitału własnego do momentu realizacji opcji konwersji przez obligatariuszy, która ma dla nich charakter obligatoryjny. Oznacza to, że spółka nie musi dokonywać wykupu obligacji bez względu na swoją sytuację finansową. Mechanizm automatycznej konwersji sprawia, że agencje ratingowe postrzegają dług mandatowy jako element kapitału własnego. Z kolei inwestorzy, za cenę wyższego oprocentowania i nieograniczonego udziału we wzroście rynkowej wartości kapitału własnego przedsiębiorstwa, są skłonni do rezygnacji z zabezpieczenia przed spadkiem kursu akcji spółki i akceptują fakt przymusowej konwersji.

Badania empiryczne pokazują, że obligacje przymusowo zamienne są wykorzystywane przez firmy większe, bardziej zadłużone i zagrożone bankructwem⁶¹. Niedowartościowanie ich walorów utrudnia im pozyskanie kapitału za pomocą emisji akcji, a kłopoty finansowe uniemożliwiają sprzedaż zwykłego długu. Zarząd może jednak uznać złą kondycję ekonomiczną spółki za przejściową i chce to wyrazić poprzez emisję obligacji mandatowych. Zdaniem kadry menedżerskiej, stanowiłaby ona dla

61 Zob. T.J. Chemmanur, D. Nandy, A. Yan, J. Jiao, *A Theory of Mandatory Convertibles*, „Journal of Banking and Finance” 2014, vol. 42, s. 352–370.

uczestników rynku wiarygodny sygnał, że firma przewiduje taki wzrost poziomu rentowności, który wywinduje cenę jej akcji powyżej ustalonej ceny konwersji, dzięki czemu obligatariusze nie poniosą żadnych strat z tytułu obligatoryjnej konwersji. Przymusowa zamiana długu na akcje doprowadzi do obniżenia poziomu zadłużenia przedsiębiorstwa i poprawi jego płynność finansową, co może pomóc mu w uniknięciu upadłości i ułatwić realizację nowych projektów inwestycyjnych⁶².

Kolejnym motywem wykorzystania obligacji przymusowo zamiennych przez podmioty gospodarcze może być chęć obniżenia swoich zobowiązań podatkowych. W takim przypadku organizatorami ich emisji mogą być banki inwestycyjne, które podejmują się skonstruowania instrumentów, które nie tylko umożliwią spółce obniżenie kwoty należnego podatku, ale również minimalizują „rozwodnienie” kapitału własnego w wyniku obligatoryjnej konwersji. W zależności od organizatora emisji, mogą one nieznacznie różnić się konstrukcją, parametrami lub wysokością prowizji dla banku inwestycyjnego⁶³. Instytucje finansowe wyszukują przedsiębiorstwa, które nie emitują papierów wartościowych o progresywnym oprocentowaniu lub uprzywilejowanych w zakresie dywidendy i wypełniają tę lukę, oferując swoim klientom instrumenty o dość skomplikowanej budowie⁶⁴. Obligacje mandatowe przypominają wtedy w swojej istocie uprzywilejowane akcje zamienne, dlatego można je określić mianem „uprzywilejowanych akcji przymusowo zamiennych”. Od większości akcji uprzywilejowanych odróżnia je ustalony termin zapadalności i mechanizm obligatoryjnej konwersji, natomiast od obligacji przymusowo zamiennych – brak kuponu odsetkowego. Aby zrekompensować inwestorom przymusową zamianę, przeważnie zapewniają one wysoką stopę dywidendy, która znacznie przewyższa stopę dywidendy z akcji zwykłych (przeciętnie o 5–6 pkt proc.)⁶⁵.

62 E.R. Arzac, *PERCS, DECS, and Other Mandatory Convertibles*, „Journal of Applied Corporate Finance” 1997, vol. 10(1), s. 56–57.

63 Można podać kilka przykładów instrumentów strukturyzowanych przypominających obligacje przymusowo zamienne (w kolejności podano: organizatorów emisji, pełną nazwę wyemitowanych instrumentów oraz ich akronim): (1) Morgan Stanley: *Premium Equity Participating Security* (PEPS) oraz *Premium Equity Redemption Cumulative Security* (PERCS); (2) Goldman Sachs: *Automatically Convertible Equity Securities* (ACES); (3) Merrill Lynch: *Flexible Equity-Linked Exchangeable Preferred Redemption Increased Dividend Equity Securities* (FELINE PRIDES) oraz *Reset Preferred Redemption Increased Dividend Equity Securities* (RESET PRIDES); (4) UBS: *Mandatory Adjustable Redeemable Convertibles Securities* (MARCS); (5) J.P. Morgan: *Mandatory Enhanced Dividend Securities* (MEDS). Szerzej: E.R. Arzac, *op. cit.*, s. 55–56 oraz S. Das, *op. cit.*, s. 438.

64 E.R. Arzac, *op. cit.*, s. 54–55.

65 S. Das, *op. cit.*, s. 439.

Strukturyzowane obligacje mandatowe najczęściej ograniczają możliwość udziału inwestorów we wzroście cen walorów emitenta do pewnej górnej wartości granicznej (*cap*). Z reguły jest ona ustalana na poziomie ok. 30–35% powyżej wartości akcji w dniu emisji instrumentów hybrydowych⁶⁶. Jednocześnie dzięki określeniu dolnej granicy, do której maksymalnie może obniżyć się kurs walorów (*floor*), wiele produktów chroni ich posiadaczy przed spadkiem rynkowej wartości kapitału własnego spółki. Inwestorzy mogą zostać także uprawnieni do nabycia większej ilości udziałów niż wynika to z ustalonego współczynnika konwersji⁶⁷. Stosunkowo często dodawana jest również opcja *call*, która umożliwia emitentom wymuszenie przedterminowej zamiany instrumentów na udziały spółki⁶⁸. Prawo to często jest ograniczane klauzulami *call protection* lub zapisami, które gwarantują inwestorom wypłacenie utraconych dywidend od momentu realizacji opcji *call* do terminu zapadalności instrumentów⁶⁹.

Bardzo rzadko na rynek kapitałowy trafiają obligacje przymusowo wymienne, które są emitowane przez przedsiębiorstwa planujące sprzedaż udziałów w swoich spółkach córkach (*mandatory exchangeable bonds*)⁷⁰. Obligatoryjna konwersja gwarantuje firmie zbycie akcji bez względu na obecną i przyszłą sytuację finansową spółki matki, spółki córki lub uwarunkowania makroekonomiczne⁷¹. Firmy mogą zdecydować się na emisję tych instrumentów biorąc pod uwagę m.in. ograniczenia formalnoprawne lub wizerunkowe, utrudniające natychmiastowe zbycie akcji spółki zależnej przez większościowego akcjonariusza, np. przez fundusze

66 Tak jest np. w instrumentach PERCS.

67 Np. instrumenty RESET PRIDES.

68 Np. instrumenty ACES czy PERCS.

69 Das S., *op. cit.*, s. 439.

70 Przykładem wykorzystania obligacji przymusowo wymiennych jest emisja tych instrumentów o wartości 750 mln euro przez włoską spółkę Telefonica, która chciała sprzedać swoje udziały w Telecom Italia. Transakcja miała miejsce w połowie 2014 r. Za: J. Toyer, L. Abboud, *Telefonica to Use Exchangeable Bond to Cut Telecom Italia Stake*, Reuters, 16.07.2014, <http://www.reuters.com/article/telefonica-telecom-ita-idUSL6N0PR59Y20140716> (dostęp: 05.08.2016).

71 A. Danielova i S. Smart zaobserwowali, że informacja o emisji obligacji przymusowo wymiennych skutkuje obniżeniem wartości akcji spółki córki dla $t = [-1, +2]$ o 3,3%. Spadek ten jest trzy razy większy niż w przypadku sprzedaży zwykłych obligacji wymiennych. W dwa lata po emisji długu przymusowo wymiennego, cena akcji spółek córek obniżyła się łącznie o 13%. Z kolei B. Kleidt oszacował spadek wartości walorów spółek córek w momencie emisji obligacji przymusowo wymiennych na 4,47%, jednak bardzo mała próba badawcza (tylko trzy przedsiębiorstwa) nie pozwala na wyciągnięcie zbyt daleko idących wniosków. Zob. A.N. Danielova, Smart S.B., *Stock Price Effects of Mandatory Exchangeable Debt*, „International Advances in Economic Research” 2012, vol. 18(1), s. 40–52; B. Kleidt, *op. cit.*, s. 146.

inwestycyjne lub emerytalne⁷². Sprzedaż walorów zostaje wówczas odroczone do momentu konwersji długu, a spółka matka może do tego czasu korzystać z mechanizmu tarczy podatkowej i prawa do dywidend wypłacanych jej przez spółkę córkę. Niektóre obligacje przymusowo wymienne są produktami strukturyzowanymi oferowanymi przez banki inwestycyjne, których wykorzystanie nakierowane jest przede wszystkim na obniżenie obciążeń podatkowych emitenta⁷³.

Nie jest wykluczone, że zbycie udziałów za pomocą obligacji przymusowo wymiennych będzie dla podmiotu macierzystego droższe w porównaniu ze zwykłą sprzedażą akcji spółki córki na rynku wtórnym. Może wynikać to z wyższego oprocentowania tych instrumentów, które ma rekompensować inwestorom przerzucone na nich ryzyko wahań cen walorów przedsiębiorstwa. Emitent może również uzgodnić z obligatariuszami, że zamiast fizycznej wymiany na akcje, otrzymają oni ekwiwalent pieniężny równy wartości rynkowej walorów spółki córki w momencie niedoszłej konwersji (*cash settlement*).

2.5. Obligacje warunkowo zamienne

Szczególnym rodzajem obligacji przymusowo zamiennych są obligacje warunkowo zamienne (*contingent convertible bonds*, w skrócie *CoCos*), których konstrukcja opiera się na mechanizmie kapitału warunkowego (*contingent capital*). Obejmuje on środki, które mogą zostać udostępnione przedsiębiorstwu pod warunkiem zaistnienia określonego zdarzenia określonego w umowie. Istota obligacji warunkowo zamiennych polega więc na tym, że w momencie spełnienia pewnego warunku, zwanego „wyzwalaczem” (*conversion trigger*), są one automatycznie zamieniane na akcje emitenta. Spółka może określić nawet dwa warunki (*double trigger*) lub więcej warunków (*multiple trigger*), które muszą zostać spełnione, aby doszło do samoczynnej konwersji. W przeciwnym razie obligacje są traktowane jak zwykły dług, który w terminie zapa-

72 T.J. Chemmanur, D. Nandy, A. Yan, J. Jiao, *op. cit.*, s. 355–356.

73 Przykładem takich instrumentów mogą być m.in. PHONES i DECS. PHONES, czyli *Participating Hybrid Option Note Exchangeable Securities* to produkt strukturyzowany oferowany przez bank inwestycyjny Merrill Lynch, który umożliwił spółce Tribune zbycie akcji AOL w 1994 r. Szerzej w: S. Das, *op. cit.*, s. 446–448. DECS, czyli *Debt Exchangeable for Common Stock* zostały wyemitowane w październiku 1993 r. przez spółkę American Express i w terminie zapadalności mogły zostać wymienione na akcje First Data Corp. Za: E.R. Arzac, *op. cit.*, s. 55.

dalności jest wykupywany przez emitenta. „Wyzwalacze” są ustalane przeważnie na podstawie:

- wartości księgowych, związanych z określonymi pozycjami bilansu spółki (*book value triggers*), np. obligacja będzie automatycznie zamieniana na akcje emitenta, kiedy udział jego kapitałów własnych obniży się do pewnego poziomu⁷⁴;
- wartości rynkowych, utożsamianych z poziomem cen akcji emitenta (*market value triggers*), np. do automatycznej konwersji dojdzie wtedy, gdy rynkowa kapitalizacja spółki osiągnie określoną dolną wartość graniczną⁷⁵.

Każdy rodzaj „wyzwalacza” ma swoje wady. W przypadku „wyzwalacza” opartego na wartościach księgowych należy zauważyć, że w zależności od przyjętych standardów rachunkowości, poszczególne pozycje bilansu szacowane są najczęściej raz na kwartał. Kiedy spółka znajdzie się w trudnej sytuacji finansowej, np. w połowie pierwszego kwartału, to wartość „wyzwalacza” może ulec zmianie dopiero w momencie upublicznienia przez firmę nowych danych, co opóźni automatyczne podwyższenie jej kapitału własnego. Ponadto, jeśli emitenci chcą uniknąć wywołania niepożądanego konwersji, muszą z dużą ostrożnością podchodzić do zmian w poszczególnych składnikach swojego bilansu⁷⁶.

Oparcie „wyzwalacza” na wartościach rynkowych budzi z kolei obawy przed manipulacją cenami akcji przedsiębiorstwa przez obligatariuszy w celu doprowadzenia do zamiany długu na jego udziały. Inwestorzy mogą nabyć obligacje warunkowo zamienne, a następnie poprzez transakcje krótkiej sprzedaży, zagrać na spadek cen walorów w celu wywołania automatycznej konwersji i objęcia akcji spółki⁷⁷. Aby temu przeciwdziałać, postuluje się wprowadzenie wielokrotnych „wyzwalaczy” (*multiple triggers*)⁷⁸ lub określenie wartości „wyzwalacza” na podstawie średniej

74 W przypadku instytucji finansowych, „wyzwalacz” może być oparty np. na podstawie współczynnika wypłacalności CET1. Szerzej na ten temat w: G. Murphy, M. Walsh, M. Willison, *Precautionary Contingent Capital*, Financial Stability Paper No. 16, Bank of England 2012, s. 10.

75 Zob. S. Sundaresan, Z. Wang, *Design of Contingent Capital with a Stock Price Trigger for Mandatory Conversion*, Staff Reports from Federal Reserve Bank of New York No. 448, 2010; C.W. Calomiris, R.J. Herring, *How to Design a Contingent Convertible Debt Requirement That Helps Solve Our Too-Big-to-Fail Problem*, „Journal of Applied Corporate Finance” 2013, vol. 25(2), s. 39–62.

76 M. Zähres, *Contingent Convertibles. Bank Bonds Take on a New Look*, Deutsche Bank Research, Frankfurt am Main 2011, s. 7.

77 K.E. Scott, G.P. Shultz, J.B. Taylor, *Ending Government Bailouts As We Know Them*, Hoover Institution, Stanford University, 2010, s. 115–116.

78 J.C. Coffee, *op. cit.*, s. 830.

kroczącej cen akcji emitenta z określonego przedziału czasu⁷⁹. Drugim zagrożeniem jest możliwość mylnej interpretacji przez rynek, że spadek kursu walorów został zapoczątkowany przez atak spekulacyjny, a tak naprawdę był on rezultatem zwykłych transakcji rynkowych⁸⁰. Wywołuje to paniczną wyprzedaż akcji spółki z obawy przed osiągnięciem poziomu „wyzwalacza” i wywołaniem automatycznej konwersji. Taki nieuzasadniony spadek cen akcji jest nazywany przez inwestorów „spirala śmierci” (*death spiral*)⁸¹.

Głównym motywem wykorzystania obligacji warunkowo zamiennych jest możliwość doprowadzania do korzystnej zmiany struktury kapitału przedsiębiorstwa, które znalazło się w trudnej sytuacji finansowej i które, ze względu na niedowartościowanie walorów i niską zdolność kredytową, może mieć trudności z pozyskaniem środków od zewnętrznych inwestorów. Uruchomienie mechanizmów wyzwalających automatyczną konwersję przyczynia się do obniżenia poziomu zadłużenia spółki i podwyższenia jej kapitału własnego⁸². Taka konstrukcja obligacji warunkowo

79 Zdaniem D. Duffiego oraz E. Perrottiego i M. Flannery’ego, jednym ze sposobów na przeciwdziałanie manipulacji cenami akcji emitenta może być obliczenie poziomu „wyzwalacza”, np. jako średnia krocząca cen zamknięcia jego akcji z 20 ostatnich dni roboczych. W ten sposób, każdy dzień, w którym cena walorów uległa obniżeniu, ma jedynie 5-procentowy wpływ na średnią krocząca (zob. D. Duffie, *How Big Banks Fail And What to do About It*, Princeton University Press, New Jersey 2011; E. Perotti, M. Flannery, *CoCo Design as a Risk Preventive Tool*, „VOX: Research-based Policy Analysis and leading Economists” 2011, vol. 2011(9)). Kolejną metodą może być ustalenie ceny konwersji znacznie powyżej ceny akcji, przy której aktywowany jest „wyzwalacz”. Niższy współczynnik konwersji, który towarzyszy wyższej cenie konwersji, może zniechęcić inwestorów do działań spekulacyjnych, ponieważ w wyniku automatycznej konwersji otrzymaliby mniejszą liczbę akcji (w: K.E. Scott, G.P. Shultz, J.B. Taylor, *op. cit.*).

80 C. Calomiris i R. Herring uważają, że przeciwdziałanie krótkiej sprzedaży może opierać się na wprowadzeniu ograniczenia, zgodnie z którym nabywcami obligacji warunkowo zamiennych mogą być wyłącznie instytucje, które nie mogą przeprowadzać tego typu transakcji. Zob. C.W. Calomiris, R.J. Herring, *Why and How to Design a Contingent Convertible Debt Requirement*, SSRN, 2011, <http://ssrn.com/abstract=1815406> (dostęp: 05.08.2016).

81 P. Hillion i T. Vermaelen pokazali, że obligacje zamienne o zmiennej cenie konwersji (*floating-price convertibles*) są bardzo podatne na spadek cen akcji w wyniku „spirali śmierci”, dlatego są one nazywane długiem zamiennym *death spiral* (*death spiral convertibles*). Autorzy oszacowali, że emitenci obligacji *death spiral* w rok po ich emisji odnotowują spadek cen akcji o 34%. Zob. P. Hillion, T. Vermaelen, *Death Spiral Convertibles*, „Journal of Financial Economics” 2004, vol. 71(2), s. 381–415.

82 Za: M. Zähres, *op. cit.*, s. 5. J. Coffee zaleca, aby inwestorzy mieli możliwość zamiany obligacji nie na akcje zwykłe emitenta, tylko na akcje uprzywilejowane co do prawa głosu i dywidendy. Zwykłe akcje uprzywilejowane umożliwiają ich posiada-

zamiennych sprawia, że mogą one pomóc instytucjom finansowym w absorpcji ewentualnych strat w sytuacjach kryzysowych, dlatego od stycznia 2011 r. ich wykorzystanie jest rekomendowane przez Komitet Bazylejski ds. Nadzoru Finansowego⁸³. Emisja CoCos powoduje, że ciężar ratowania banków przed upadkiem biorą na siebie kredytodawcy, a nie podatnicy określonego kraju. Ponadto perspektywa szybkiej konwersji może poprawić ocenę instytucji finansowych w oczach uczestników rynku⁸⁴.

W 2014 r. europejskie banki przeprowadziły 109 emisji obligacji warunkowo zamiennych o łącznej wartości \$50 mld, a w 2015 r. zrealizowano 160 emisji wartych \$175 mld⁸⁵. Na emisję CoCos zdecydowali się m.in. Credit Suisse Group AG, Société Générale SA, Crédit Agricole SA, Barclays plc, UniCredit SpA, Banco Santander SA⁸⁶. Doniesienia o problemach ze spłatą kuponów odsetkowych długu warunkowo zamiennego wyemitowanego przez Deutsche Bank AG (luty 2016 r.) zaczęły budzić obawy przed trudnościami innych banków z terminowym regulowaniem zobowiązań finansowych z tytułu obligacji wobec swoich wierzycieli. Utrata płynności przez największe europejskie instytucje finansowe mogłaby doprowadzić do wybuchu kryzysu sektora bankowego na niespotykaną dotąd skalę⁸⁷. Wydarzenia te zapoczątkowały burzliwą dyskusję na temat zasadności wykorzystania długu warunkowo zamiennego przez największe banki komercyjne w Europie i konsekwencji ich emisji na sytuację europejskiego i światowego sektora finansowego.

czom osiągnięcie ponadprzeciętnego dochodu, jednak nie pozwalają na aktywny udział w zarządzaniu spółką. Dodanie praw głosu może pomóc w powstrzymaniu dotychczasowych akcjonariuszy przed podejmowaniem ryzykownych decyzji, które mogłyby obniżyć rynkową kapitalizację spółki. Zob. J.C. Coffee, *Systemic Risk After Dodd-Frank: Contingent Capital and the Need for Regulatory Strategies Beyond Oversight*, „Columbia Law Review” 2011, vol. 111(4), s. 795–847.

83 S. Avdijev, A. Kartasheva, B. Bogdanova, *CoCos: a Primer*, „BIS Quarterly Review”, 2013, s. 46.

84 *Opinia NBP w sprawie dokumentu konsultacyjnego Komisji Europejskiej „Possible further changes to Capital requirements Directive”*, NBP, Warszawa 2010, https://www.nbp.pl/systemfinansowy/crd_nbp.pdf (dostęp: 05.08.2016), s. 8.

85 M. Bow, *Is the market in European Cocos about to pop?* Independent, 11.02.2016, <http://www.independent.co.uk/news/business/analysis-and-features/is-the-market-in-european-coco-bonds-about-to-pop-a6866496.html> (dostęp: 05.08.2016.); J. Cosgrave, *Do we need to worry about CoCo bonds?* 10.02.2016., <http://www.cnbc.com/2016/02/10/do-we-need-to-worry-about-coco-bonds.html> (dostęp: 05.08.2016.).

86 K.B. Nordal, N. Stefano, *Contingent Convertible Bonds (Cocos) Issued by European Banks*, Norges Bank, no. 19, 2014.

87 L. Abramowicz, *Listen to the Debt Market, Deutsche Bank*, 11.06.2016, <http://www.bloomberg.com/gadfly/articles/2016-07-11/deutsche-bank-coco-bond-swoon-sends-a-warning> (dostęp: 05.08.2016).

Problematyka wykorzystania obligacji warunkowo zamiennych przez zagrożone niewypłacalnością banki jest coraz częściej zgłębianą przez teoretyków⁸⁸. Zalecają oni tworzenie „wyzwalaczy” na podstawie wartości rynkowych, które pozwalają na szybsze wywołanie konwersji i, jak pokazano wcześniej, nie są obciążone takimi błędami, jak „wyzwalacze” oparte na wartościach księgowych⁸⁹. Innym sposobem może być ustalenie „wyzwalaczy” na podstawie indeksu obejmującego cały system bankowy⁹⁰.

2.6. Podsumowanie

Na uwagę zwraca różnorodność emitowanych przez podmioty gospodarcze hybrydowych instrumentów dłużnych. Wzorcowym przykładem takiego papieru wartościowego są zwykłe obligacje zamienne. Mają one wbudowaną opcję konwersji, która uprawnia obligatariuszy do zamiany posiadanych obligacji na akcje emitenta. Realizacja opcji konwersji może mieć dla inwestorów charakter fakultatywny lub przymusowy i skutkuje zmianą struktury pasywów firmy – obniża się jej poziom zadłużenia, a podwyższeniu ulega kapitał własny. Brak konwersji oznacza dla spółki konieczność wykupu długu, co może wpłynąć negatywnie na jej sytuację finansową. Poprzez dołączenie opcji *call* przedsiębiorstwo może zagwarantować sobie możliwość przedterminowego umorzenia wyemitowanych obligacji, np. po to, aby wyemitować nowy dług o niższym oprocentowaniu. Z kolei dodanie klauzuli *put* daje inwestorom prawo do wezwania emitenta do przedterminowego umorzenia instrumentów dłużnych, np. w reakcji na pogorszenie się kondycji ekonomicznej przedsiębiorstwa. Ze względu na fakt, że zarząd może swoimi decyzjami doprowadzić do obniżenia rynkowej kapitalizacji spółki, powszechne jest

88 M.in. D. Duffie, *op. cit.*; C. Koziol, J. Lawrenz, *Contingent Convertibles. Solving or Seeding the Next Banking Crisis*, „Journal of Banking and Finance” 2012, vol. 36(1), s. 90–104; C.W. Calomiris, R.J. Herring, *op. cit.*, s. 39–62.

89 Zob. m.in. M.J. Flannery, *Stabilizing Large Financial Institutions with Contingent Capital Certificates*, „CAREFIN Research Paper No. 04/2010” 2010, s. 18, 20; S. Claessens, R.J. Herring, D. Schoenmaker, *A Safer World Financial System: Improving the Resolution of Systemic Institutions*, International Center for Monetary and Banking Studies, Geneva 2010, s. 75; R.J. Herring, *The Capital Conundrum*, „International Journal of Central Banking” 2011, vol. 7(4), s. 184.

90 Szerzej: R.L. McDonald, *Contingent Capital with a Dual Price Trigger*, „Journal of Financial Stability” 2013, vol. 9(2), s. 230–241.

stosowanie klauzul, które do pewnego stopnia chronią inwestorów przed takimi praktykami i rekompensują im spadek wartości konwersji posiadanych instrumentów hybrydowych (np. klauzule *dividend protection*).

Poszczególne parametry emisji obligacji zamiennych, a także mechanizm ich opcjonalnej konwersji mogą zostać poddane odpowiedniej modyfikacji, tak aby finansowanie hybrydowe mogło w lepszym stopniu sprostać oczekiwaniom emitentów i inwestorów. W ten sposób powstały liczne odmiany długu hybrydowego. I tak, obligacje wymienne służą spółkom do zbycia udziałów spółek córek przez ich spółki matki w grupach kapitałowych, co może stanowić dla nich dobrą alternatywę dla zwykłej sprzedaży akcji na rynku regulowanym. Ponadto, mogą one być wykorzystywane w procesach prywatyzacyjnych przedsiębiorstw państwowych.

Zerokuponowe obligacje zamienne są instrumentem hybrydowym o silnych cechach kapitału obcego, ponieważ są one emitowane z dłuższym terminem zapadalności. Ze względu na zerowy kupon odsetkowy mogą one pomóc spółkom w obniżeniu kosztów obsługi zadłużenia.

W przypadku obligacji mandatowych ich konwersja na udziały emitenta ma dla obligatariuszy charakter przymusowy, co sprawia że przez uczestników rynku są one traktowane jako element kapitału własnego. Dług przymusowo zamienny stanowi dla emitentów jeden z najbardziej atrakcyjnych instrumentów hybrydowych, ponieważ daje im gwarancję podwyższenia kapitału własnego niezależnie od sytuacji finansowej firmy.

Z kolei kluczowym elementem obligacji warunkowo zamiennych jest wbudowany mechanizm automatycznej konwersji, która jest wywoływana w momencie zaistnienia ustalonego w warunkach emisji zdarzenia, którym może być np. osiągnięcie przez spółkę pewnego poziomu kapitalizacji rynkowej. Taka konstrukcja długu warunkowo zamiennego sprawia, że jego wykorzystanie jest rekomendowane przez instytucje nadzorujące system finansowy, m.in. w Europie, ponieważ automatyczna zamiana obligacji na akcje emitenta, może zapobiec upadkowi podmiotów bankowych w sytuacjach kryzysowych.

Rozdział 3

Teoretyczne i praktyczne przesłanki emisji obligacji zamiennych

W rozdziale trzecim omówiono motywy, którymi kierują się podmioty gospodarcze decydując się na pozyskanie kapitału za pomocą obligacji zamiennych. Zostały one przedstawione w świetle kilku istotnych, z punktu widzenia nauk o finansach, koncepcji teoretycznych, m.in. teorii asymetrii informacji i teorii agencji. Przedstawione wnioski skonfrontowano z wynikami badań jakościowych na temat przyczyn emisji długu hybrydowego przez współczesne przedsiębiorstwa, co pozwoliło na weryfikację, czy rozważania naukowe znajdują odzwierciedlenie w praktyce rynkowej.

3.1. Wykorzystanie długu zamiennego a teoria asymetrii informacji

Problematyka emisji obligacji zamiennych przez przedsiębiorstwa zaczęła pojawiać się w piśmiennictwie już w połowie XX w. C. Pilcher¹, E. Brigham² i J. Hoffmeister³ starali się zidentyfikować przyczyny wzrostu popularności innowacyjnych, jak na tamte czasy, instrumentów finansowych i wskazali dwa główne motywy ich wykorzystania. Po pierwsze, emisja długu zamiennego może stanowić dla spółek tańszy sposób pozyskania kapitału w porównaniu ze zwykłymi obligacjami korporacyjnymi

-
- 1 C.J. Pilcher, *Raising Capital with Convertible Securities*, „Michigan Business Studies” 1955, vol. 21(2).
 - 2 E.F. Brigham, *An Analysis of Convertible Debentures: Theory and Some Empirical Evidence*, „The Journal of Finance” 1966, vol. 21(1), s. 35–54.
 - 3 J.R. Hoffmeister, *Use of Convertible Debt in the Early 1970s: a Reevaluation of Corporate Motives*, „Quarterly Review of Economics and Business” 1977, vol. 17, s. 23–32.

(*debt sweetener*). Po drugie, wykorzystanie obligacji zamiennych pozwala spółkom na uniknięcie emisji niedowartościowanych akcji i umożliwia sprzedaż walorów po wyższej cenie, ponieważ cena konwersji jest zawsze ustalana z pewną premią do wartości akcji przedsiębiorstwa w chwili emisji długu hybrydowego (*delayed equity*).

Powyższe argumenty pomijają jednak kluczowy element finansowania hybrydowego, a mianowicie kwestię wbudowanej w obligacje zamienne opcji konwersji, która uprawnia inwestorów do udziału we wzroście rynkowej wartości kapitału własnego emitenta. Należy zwrócić uwagę, że zamiana długu na udziały spółki jest odroczone do momentu realizacji opcji zamiany przez obligatariuszy, która, w przypadku zwykłych obligacji zamiennych, ma charakter fakultatywny⁴.

Pierwszą koncepcją teoretyczną, na podstawie której badacze starali się uzasadnić wykorzystanie obligacji zamiennych przez podmioty gospodarcze, była teoria asymetrii informacji. Na początku lat 70. XX w., G. Akerlof zanegował podstawowe założenie dwóch modeli Millera–Modiglianiego⁵, w myśl którego menedżerowie i inwestorzy posiadają taką samą wiedzę na temat bieżącej sytuacji finansowej spółki i przyszłego strumienia jej przychodów⁶. Asymetria informacji powoduje, że uczestnicy rynku mają trudność z obiektywną oceną kondycji ekonomicznej przedsiębiorstwa, w którym zamierzają ulokować swój kapitał. Kłopoty rynku z oszacowaniem jego rzeczywistego ryzyka finansowego i operacyjnego mogą spowodować negatywną selekcję (*adverse selection*) dostępnych opcji inwestycyjnych i wywołać zjawisko niedoinwestowania (*underinvestment*)⁷. Niedooszacowanie wartości nowo wyemitowanych ak-

4 Za: M.J. Brennan, E.S. Schwartz, *The Case For Convertibles*, „Journal of Applied Corporate Finance” 1988, vol. 1(2), s. 57–58; M. Dutordoir, C.M. Lewis, J.K. Seward, C. Veld, *What We Do and Do Not Know About Convertible Bond Financing*, „Journal of Corporate Finance” 2014, vol. 24, s. 5; F.C. Jen, D. Choi, S.H. Lee, *Some New Evidence on Why Companies Use Convertible Bonds*, „Journal of Applied Corporate Finance” 1997, vol. 10(1), s. 45.

5 F. Modigliani, M.H. Miller, *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*, „The American Economic Review” 1963, vol. 53(3), s. 433–443; F. Modigliani, M.H. Miller, *The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment*, „American Economic Review” 1958, vol. 48, s. 261–297.

6 G.A. Akerlof, *The Market for „Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, „The Quarterly Journal of Economics” 1970, vol. 84(3), s. 488–500.

7 Problem niedoinwestowania po raz pierwszy poruszył S. Myers. Zdefiniował on „niedoinwestowanie” jako rezygnację spółki z mniej ryzykownych, ale rentownych projektów inwestycyjnych, w celu maksymalizacji majątku akcjonariuszy kosztem obligatariuszy. Bezpieczne i obciążone mniejszym ryzykiem inwestycje, które są korzystne dla obligatariuszy, nie generują bowiem dodatkowych zysków dla akcjonariuszy, więc są przez menedżerów odrzucane. Na tej podstawie S. Myers

cji sprawi, że firma będzie zmuszona do rezygnacji z rentownych projektów inwestycyjnych, które w warunkach pełnej informacji dla wszystkich uczestników rynku byłyby przez nią realizowane. Do niedoinwestowania może przyczynić się również wyższy koszt pozyskania kapitału obcego, który wynika z konieczności zrekompensowania kapitałodawcom zaangażowania w przedsięwzięcie o niepewnej stopie zwrotu. Wysokie koszty obsługi zadłużenia mogą równie skutecznie zniechęcić spółkę do realizacji nowych inwestycji.

Przedsiębiorstwo może uniknąć niedogodności związanych z niedoinwestowaniem poprzez wybór odpowiedniego sposobu komunikacji z otoczeniem zewnętrznym. Jedną z metod polega na tzw. sygnalizowaniu (*signaling*), czyli wysyłaniu przez spółkę określonych sygnałów (*signals*), które odpowiednio interpretowane, pozwalają uczestnikom rynku odgadnąć bieżącą i przewidzieć jej przyszłą sytuację finansową. Część z nich nie generuje dodatkowych kosztów (*costless signaling*), ale niektóre, za cenę większej wiarygodności, stają się relatywnie bardziej kosztowne (*costly signaling*). J. Stiglitz zasugerował, że jednym z takich sygnałów może być zmiana dotychczasowej polityki finansowej przedsiębiorstwa (np. zmiana struktury kapitału lub polityki dywidendy)⁸. Z kolei S. Myers i N. Majluf zauważyli, że sygnał może stanowić emisja określonych instrumentów finansowych, na podstawie której rynek szacuje ryzyko emitenta i przyporządkowuje go do odpowiedniej grupy podmiotów: do grona przedsiębiorstw o mocnych fundamentach finansowych i dobrych perspektywach rozwoju („dobre firmy” – *good firms*), albo do firm charakteryzujących się trudną sytuacją ekonomiczną i mało optymistycznymi prognozami na przyszłość („złe firmy” – *bad firms*)⁹. Sygnał wysyłany przez „dobre firmy” będzie wiarygodny i odróżni je od „złych firm”, jeżeli te ostatnie nie będą w stanie naśladować „dobrych firm” z powodu zbyt wysokiego kosztu takiego naśladownictwa¹⁰. Nadrzędnym celem każdej spółki powinna być maksymalizacja różnicy między

sugeruje, że firmy, które mają w planach realizację rentownych projektów inwestycyjnych, powinny utrzymywać niższy poziom zadłużenia. Zob. S. Myers, *Determinants of Corporate Borrowing*, „Journal of Financial Economics” 1977, vol. 5(2), s. 147–175.

8 J. Stiglitz, *On the Irrelevance of Corporate Financial Policy*, „The American Economic Review” 1974, vol. 64(6), s. 851–866.

9 S.C. Myers, N.S. Majluf, *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have*, „The Journal of Financial Economics” 1984, vol. 13(2), s. 187–221.

10 U. Bhattacharya, A. Dittmar, *Costless Versus Costly Signaling: Theory and Evidence from Share Repurchases*, Working paper, Indiana University, Bloomington 2001, s. 1.

wartością środków finansowych uzyskanych z emisji papierów wartościowych a rzeczywistą wartością instrumentów, która w pełni odzwierciedla informację na temat działalności przedsiębiorstwa¹¹.

Występowanie niepełnej asymetrii informacji między menedżerami a otoczeniem zewnętrznym wykorzystali m.in. R. Giammarino i E. Neave, którzy założyli, że obie strony posiadają identyczną wiedzę na temat działalności spółki, oprócz jej ryzyka finansowego i operacyjnego¹². Pokazali oni, że zarząd decyduje się na emisję zwykłego długu tylko wtedy, gdy postrzega ryzyko firmy jako wyższe niż oceniają je uczestnicy rynku. Kiedy inwestorzy dostrzegają tę prawidłowość, rezygnują z kupna nowych obligacji, czym utrudniają spółce zdobycie kapitału. Zdaniem autorów optymalnym źródłem pozyskania funduszy w takich warunkach mogą być akcje zwykłe lub instrumenty, które łączą w sobie cechy akcji i obligacji zwykłych, czyli obligacje zamiennie na akcje¹³.

Powyższą myśl rozwinęli M. Brennan i A. Kraus¹⁴. Przekonują oni, że emisja m.in. obligacji zamiennych może stanowić dla uczestników rynku bezkosztowy, wiarygodny i, przede wszystkim, pozytywny sygnał na temat sytuacji finansowej emitenta, w obliczu trudności z oszacowaniem jego rzeczywistego ryzyka finansowego i operacyjnego. Może przyczynić się to do rozwiązania problemu selekcji negatywnej¹⁵.

Zdaniem M. Brennana i E. Schwartza, za złagodzenie zjawiska selekcji negatywnej odpowiada hybrydowa natura obligacji zamiennych, dzięki której ich cena staje się niewrażliwa na zmianę ryzyka firmy¹⁶. Dług zamienny może być traktowany przez rynek jak instrument złożony

11 I. Loncarski, J. ter Horst, C. Veld, *Why do Companies Issue Convertible Bonds? A Review of Theory and Empirical Evidence*, SSRN, 2005, <http://ssrn.com/abstract=837184> (dostęp: 05.08.2016), s. 7; M. Brennan, C. Her, *Convertible Bonds: Test of a Financial Signalling Model*, University of California at Los Angeles, Anderson Graduate School of Management from Anderson Graduate School of Management, UCLA, 1995, s. 3, 7.

12 R.M. Giammarino, E.H. Neave, *The Failure of Financial Contracts and the Relevance of Financial Policy*, „Queen’s University Working Paper” 1982, No. 82(3).

13 *Ibidem*; S. Myers, N. Majluf, *op. cit.*, s. 209.

14 M. Brennan, A. Kraus, *Efficient Financing under Asymmetric Information*, „Journal of Finance” 1987, vol. 42(5), s. 1225–1243.

15 Empirycznej weryfikacji modelu M. Brennana i A. Krausa podjęli się M. Brennan i C. Her. Jeżeli wykorzystanie obligacji zamiennych może wyeliminować problem selekcji negatywnej, to, ich zdaniem, rynek powinien zareagować mniejszymi spadkami cen akcji emitenta na informację o emisji długu hybrydowego. Okazuje się, że reakcja rynku jest tym bardziej łagodna, im wyższa jest wartość nominalna emitowanych obligacji zamiennych i tym bardziej negatywna, im wyższy jest współczynnik konwersji. Zob. M. Brennan, C. Her, *op. cit.*, 1995.

16 M.J. Brennan, E.S. Schwartz, *op. cit.*, s. 55–64.

z komponentu obligacji zwykłej i warrantu subskrypcyjnego. Zakładając, że spółka charakteryzuje się wysokim ryzykiem finansowym i operacyjnym, a cena jej akcji ulega znacznym wahaniom, można przypuszczać, że wyemitowane przez nią obligacje zwykłe musiałyby zaoferować obligatariuszom wyższe oprocentowanie i zostać sprzedane po niższej cenie. Cena warrantu zmienia się zaś w odwrotnym kierunku i rośnie wraz ze wzrostem ryzyka emitenta oraz w okresie znacznej fluktuacji cen jego akcji. Zmiany wartości poszczególnych komponentów długu zamiennego wzajemnie się równoważą, dlatego cena odpowiednio skonstruowanej obligacji zamiennej powinna być odporna na wahania ryzyka przedsiębiorstwa, które je emituje¹⁷.

Wykorzystanie długu zamiennego może być więc szczególnie atrakcyjne dla spółek o ponadprzeciętnym i trudnym do oszacowania przez rynek ryzyku oraz niepewną, zdaniem inwestorów, polityką inwestycyjną w dłuższym horyzoncie czasowym. Odporność ceny obligacji zamiennych na zmianę ryzyka emitenta sprawia, że dwie firmy o skrajnie odmiennej sytuacji finansowej mogą wyemitować dług hybrydowy o zbliżonych parametrach emisji i podobnym oprocentowaniu. Z kolei przedsiębiorstwa większe, bardziej dojrzałe, o stabilnych fundamentach ekonomicznych i łatwiejszym do oszacowania przez inwestorów ryzyku mogą zrezygnować z emisji obligacji zamiennych i podjąć decyzję o wykorzystaniu zwykłego długu¹⁸.

Omówione do tej pory przesłanki emisji obligacji zamiennych dotyczą asymetrii informacji związanej z finansowym i operacyjnym ryzykiem emitenta. Kolejny nurt badawczy porusza kwestię braku jednakowej wiedzy na temat jego rzeczywistej wartości rynkowej. Teoria finansów zakłada, że w warunkach rynku niedoskonałego na wartość spółki, jak również na wybór odpowiedniego źródła finansowania, wpływają m.in. poziom jej zadłużenia, tempo wzrostu i możliwości inwestycyjne. Młode i dynamicznie rozwijające się przedsiębiorstwa powinny pozyskiwać kapitał poprzez emisję akcji zwykłych, natomiast spółki bardziej dojrzałe i o mniejszym potencjale inwestycyjnym poprzez emisję zwykłego długu¹⁹.

Na rynku funkcjonują jednak podmioty, dla których żaden z powyższych sposobów finansowania nie będzie dobrym rozwiązaniem. Po pierwsze, przed wykorzystaniem kapitału obcego będą powstrzymywać się firmy nadmiernie zadłużone, które obawiają się wysokich kosztów

17 *Ibidem*, s. 59.

18 *Ibidem*, s. 56–59.

19 C.M. Lewis, R.J. Rogalski, J.K. Seward, *Industry Conditions, Growth Opportunities and Market Reactions to Convertible Debt Financing Decisions*, „Journal of Banking and Finance” 2003, vol. 27(1), s. 154.

trudności finansowych i pespektywy bankructwa. Po drugie, dla niektórych spółek niekorzystna będzie emisja akcji, ponieważ, zgodnie z koncepcją hierarchii źródeł finansowania S. Myersa i N. Majlufa, może ona stanowić dla uczestników rynku sygnał o sprzedaży przewartościowych walorów, co będzie skutkowało gwałtownym spadkiem ich kursu. Wspomniane niedogodności mogą sprawić, że przedsiębiorstwa albo nie będą angażowały się w projekty inwestycyjne o dodatniej stopie zwrotu, które w warunkach rynku doskonałego byłyby przez nie realizowane (zjawisko selekcji negatywnej), albo poniosą dodatkowe koszty związane z wyborem nieodpowiedniego sposobu finansowania²⁰.

Czy wykorzystanie instrumentów hybrydowych mogłoby pomóc podmiotom gospodarczym w rozwiązaniu przytoczonych problemów? Jeżeli konwersja obligacji zamiennych prowadzi do podwyższenia kapitału własnego spółki, to można przypuszczać, że informacja o emisji długu hybrydowego powinna spotkać się z równie negatywną reakcją rynku, co emisja akcji. Większość badań empirycznych wskazuje, że reakcja ta jest jednak bardziej umiarkowana²¹. Po pierwsze, może wynikać to z moż-

²⁰ *Ibidem*.

²¹ Większość badań empirycznych potwierdza negatywną reakcję rynku na informację o emisji obligacji zamiennych. Poniżej podano wyniki najważniejszych analiz wraz z datą ich publikacji, krajem, w którym przeprowadzono badanie oraz procentową zmianą cen akcji emitenta dla $t = [-1, 0]$: (A) Dann i Mikkelson (1984); USA; -2,31%; (B) Mikkelson i Partch (1986); USA; -1,97%; (C) Eckbo (1986); USA; -1,25%; (D) Long i Sefcik (1990); USA; -0,61%; (E) Billingsley *et al.* (1990); USA; -2,04%; (F) Kim i Stulz (1992); USA; -1,66%; (G) Brennan i Her (1993); USA; -2,20%; (H) Lewis *et al.* (1997); USA; -1,24%; (I) De Roon i Veld (1998); Holandia; *wyniki nie są istotne statystycznie*; (J) Abhyankar i Dunning (1999); Wielka Brytania; -1,25%; (K) Burlacu (2000); Francja; -0,20%; (L) Amman *et al.* (2006); Niemcy i Szwajcaria; -1,5%; (M) Dutordoir i Van de Gucht (2007); kraje Europy Wschodniej; -1,35%; (N) Kang i Stulz (1996); Japonia; +0,83; (O) Chang *et al.* (2004); Tajwan; +0,42. Zob. L.Y. Dann, W.H. Mikkelson, *Convertible Debt Issuance, Capital Structure Change and Financing-Related Information*, „Journal of Financial Economics” 1984, vol. 13(2), s. 157–186; W.H. Mikkelson, M.M. Partch, *Valuation Effects of Security Offerings and the Issuance Process*, „The Journal of Financial Economics” 1986, vol. 15(1–2), s. 31–60; B.E. Eckbo, *Valuation Effects of Corporate Debt Offerings*, „Journal of Financial Economics” 1986, vol. 15(1–2), s. 119–151; M.S. Long, S.E. Sefcik, *Participation Financing: A Comparison of the Characteristics of Convertible Debt and Straight Bonds Issued in Conjunction with Warrants*, „Financial Management” 1990, vol. 19(3), s. 23–34; R.S. Billingsley, R.E. Lamy, D.M. Smith, *Units of Debt with Warrants: Evidence of the “Penalty-Free” Issuance of an Equity-Like Security*, „Journal of Financial Research” 1990, vol. 13(3), s. 187–199; Y.C. Kim, R. Stulz, *Is There a Global Market for Convertible Bonds?*, „Journal of Business” 1992, vol. 65(1), s. 75–91; M. Brennan, C. Her, *op. cit.*; F. De Roon, C. Veld, *Announcement Effects of Convertible Bond Loans and Warrant-Bond Loans: An Empirical Analysis for the Dutch Market*, „Journal of Banking and Finance” 1998, vol. 22(12), s. 1481–1506;

liwości uzyskania wyższej ceny za sprzedawane walory, co przyczynia się do wyeliminowania negatywnych skutków asymetrii informacji i zjawiska niedoinwestowania. Po drugie, należy zauważyć, że emisja długu zamiennego minimalizuje „rozwodnienie” kapitału własnego na skutek konwersji, ponieważ w celu pozyskania założonej ilości kapitału, spółka może dokonać sprzedaży mniejszej liczby udziałów.

Powyższa prawidłowość została wykorzystana przez J. Steina²². Przekonuje on, że emisja obligacji zamiennych może być korzystna dla przedsiębiorstw, które powstrzymują się przed pozyskaniem kapitału za pomocą emisji akcji ze względu na wysoki poziom asymetrii informacji pomiędzy spółką a otoczeniem zewnętrznym lub obawiają się pogorszenia swojej sytuacji finansowej w konsekwencji emisji zwykłego długu. Sytuacja ta dotyczy szczególnie firm młodych, znajdujących się w początkowej fazie swojego rozwoju, w przypadku których inwestorzy mają trudności z przewidywaniem ich przyszłych wyników finansowych i rentowności realizowanych inwestycji²³. Niepewność ta może przełożyć się na niedowartościowanie wyemitowanych akcji, które będzie skutkowało pozyskaniem przez spółkę mniejszych funduszy niż pierwotnie zakładała. Może to wymusić na niej rezygnację z zaangażowania w projekty inwestycyjne o dodatniej stopie zwrotu (zjawisko selekcji negatywnej). Ponadto, wyższa premia za ryzyko oczekiwana przez potencjalnych obligatariuszy, która znajduje odzwierciedlenie w wyższym kuponie odsetkowym długu, może przyczynić się do trudności firmy z terminową spłatą

A. Abhyankar, A. Dunning, *Wealth Effects of Convertible Bond and Convertible Preference Share Issues: an Empirical Analysis of the UK Market*, „Journal of Banking and Finance” 1999, vol. 23(7), s. 1043–1065; R. Burlacu, *New Evidence on the Pecking Order Hypothesis: the Case of French Convertible Bonds*, „Journal of Multinational Financial Management” 2000, vol. 10(3–4), s. 439–459; M. Amann, M. Fehr, R. Seiz, *New Evidence on the Announcement Effect of Convertible and Exchangeable Bonds*, „Journal of Multinational Financial Management” 2006, vol. 16, s. 43–63; M. Durtodoir, L. Van de Gucht, *Are There Windows of Opportunity for Convertible Debt Issuance Evidence for Western Europe*, „Journal of Banking and Finance” 2007, vol. 31(9), s. 2828–2846; J.K. Kang, R.M. Stulz, *How Different is Japanese Corporate Finance? An Investigation of the Information Content of New Security Issues*, „Review of Financial Studies” 1996, vol. 9(1), s. 109–139; S.C. Chang, S.S. Chen, Y. Liu, *Why Firms Use Convertibles: a Further Test of the Sequential-Financing Hypothesis*, „Journal of Banking and Finance” 2004, vol. 28(5), s. 1163–1183.

22 J.C. Stein, *Convertible Bonds as Backdoor Equity Financing*, „Journal of Financial Economics” 1992, vol. 32(1), s. 3–21.

23 C. Lewis, R. Rogalski i J. Seward wykazali, że na emisję obligacji zamiennych częściej decydują się spółki o wyższych kosztach asymetrii informacji i większych możliwościach inwestycyjnych. Zob. C.M. Lewis, R.J. Rogalski, J.K. Seward, *Is Convertible Debt a Substitute for Straight Debt or for Common Equity?*, „Financial Management” 1999, vol. 28(3), s. 5–27.

bieżących zobowiązań odsetkowych i problemów z wykupem wartości nominalnej obligacji w terminie zapadalności²⁴.

Zdaniem J. Steina wykorzystanie długu hybrydowego może pomóc podmiotom gospodarczym w wyeliminowaniu opisanych niedogodności. Po pierwsze, dzięki emisji obligacji zamiennych przedsiębiorstwa mogą podwyższyć kapitał własny w późniejszym terminie, niejako „tylnymi drzwiami” (*through the back door*) i przy niższym poziomie jego „rozwodnienia”. Udaje im się w ten sposób uniknąć emisji niedowartościowanych akcji i zminimalizować problem selekcji negatywnej. Po drugie, dołączenie opcji *call* pozwala menedżerom na przedterminowe wymuszenie konwersji i dokapitalizowanie spółki bez konieczności wykupu obligacji od inwestorów. W dyspozycji zarządu znajdują się wówczas wolne środki finansowe, które będą mogły zostać przeznaczone na dalszy rozwój firmy.

J. Stein przeanalizował w swoim modelu trzy grupy przedsiębiorstw, które rozpoczynają realizację nowego projektu inwestycyjnego: „złe” (*bad firms*), „średnie” (*medium firms*) i „dobre” (*good firms*). Według tego autora:

- „złe firmy” to podmioty charakteryzujące się wysokim poziomem zadłużenia i relatywnie złą sytuacją finansową, która w dłuższym horyzoncie czasowym nie ulegnie zmianie,
- „średnie firmy” mają stosunkowo stabilną sytuacją finansową i umiarkowanie optymistyczne prognozy finansowe,
- „dobre firmy” to spółki w najlepszej kondycji ekonomicznej i o najlepszych prognozach ekonomicznych w dłuższej perspektywie.

24 F. Jen, D. Choi i S. Lee sugerują, że emisja obligacji zamiennych jest dobrym źródłem kapitału dla spółek o niskim ratingu i wysokim poziomie zadłużenia, czyli o wyższych kosztach trudności finansowych. S. Krishnaswami i D. Yaman wysunęły podobną tezę i pokazali, że spółki decydują się na emisję długu hybrydowego, jako substytut dla obligacji zwykłych, jeżeli mają wysokie koszty trudności finansowych, niskie wskaźniki pokrycia odsetek i są relatywnie mniejsze. Wpływ na gorszą kondycję ekonomiczną podmiotów mogą mieć również niekorzystne uwarunkowania gospodarcze i wysoki poziom rynkowych stóp procentowych. M. Dutordoir i L. Van de Gucht zauważyły, że obligacje zamienne są wykorzystywane przez przedsiębiorstwa w okresie dekoniunktury rynkowej, kiedy mogą mieć trudności ze sprzedażą zwykłego długu. Ponadto autorki zaobserwowały, że dług zamienny jest wybierany dużo częściej przez podmioty gospodarcze, które mają siedzibę w krajach o mniej przyjaznym dla akcjonariuszy systemie prawnym. Zob. F.C. Jen, D. Choi, S.H. Lee, *op. cit.*, s. 44–53; S. Krishnaswami, D. Yaman, *The Role of Convertible Bonds in Alleviating Contracting Costs*, „The Quarterly Review of Economics and Finance” 2008, vol. 48(4), s. 792–816; M. Dutordoir, L. Van de Gucht, *Why Do Western European Firms Issue Convertibles Instead of Straight Debt or Equity?*, „European Financial Management” 2009, vol. 15(3), s. 563–583.

J. Stein przyjął, że sytuacja ekonomiczna spółki będzie zależała od efektu finansowego realizowanej przez nią inwestycji. W celu jej sfinansowania przedsiębiorstwo może pozyskać kapitał, przeprowadzając emisję jednego z trzech rodzajów instrumentów: (1) akcji zwykłych, (2) zwykłych obligacji korporacyjnych, lub (3) obligacji zamiennych z opcją *call*. Autor udowodnił następnie, że na emisję zwykłego długu decydują się wyłącznie „dobre firmy”, obligacji zamiennych – „średnie”, a akcji zwykłych – „złe”.

Zdaniem J. Steina „złe firmy” nie emitują kapitału obcego, ponieważ obawiają się, że potencjalne koszty trudności finansowych wywołane przez niewykupienie długu w terminie zapadalności przewyższą korzyści ze sprzedaży przewartościowanych akcji. Teoretycznie, przedsiębiorstwa te byłyby w stanie uplasować na rynku zwykłe obligacje, ale musiałyby zaoferować inwestorom relatywnie wyższe oprocentowanie, które zrekompensowałoby im ponadprzeciętne ryzyko inwestycyjne związane z udostępnieniem spółce swojego kapitału. Takie działanie mogłoby jednak doprowadzić firmę do problemów z wypłacalnością i zmusić jej kadrę kierowniczą do redukcji wydatków inwestycyjnych.

Na emisję zwykłych obligacji mogą więc pozwolić sobie tylko spółki znajdujące się w najlepszej kondycji ekonomicznej, czyli „dobre firmy”. Jeżeli zdecydowałyby one się na naśladowanie „złych firm” i dokonały emisji akcji, to sprzedane walory byłyby niedowartościowane. Podniosłoby to ryzyko wystąpienia zjawiska selekcji negatywnej i zaniechania przez spółki realizacji inwestycji o dodatniej stopie zwrotu.

Ze względu na obawę o niewykupienie instrumentów dłużnych w terminie zapadalności i trudności z wymuszeniem konwersji na obligatariuszach w trakcie okresu zapadalności długu, równie niekorzystnym rozwiązaniem dla „złych firm” byłaby emisja obligacji zamiennych. „Złe firmy” mogą bowiem nie odnotować takiego wzrostu cen akcji, że w chwili realizacji opcji *call*, obligacje będą „w cenie”. Jedynym rozwiązaniem pozostaje więc dla nich emisja akcji zwykłych.

Okazuje się, że dług hybrydowy jest najlepszym źródłem pozyskania kapitału dla „średnich firm”. Nie dość, że informacja o jego emisji zwyczajowo spotyka się z mniej negatywną reakcją rynku niż sprzedaż akcji, to może ona dodatkowo stanowić dla uczestników rynku pozytywny sygnał odnośnie do przyszłych wyników finansowych emitenta. Menedżerowie nie odważyliby się przecież dokonać sprzedaży obligacji zamiennych w okresie przewartościowania akcji spółki, ponieważ istniałoby poważne ryzyko, że nie zdołają wymusić konwersji na obligatariuszach. A zatem poprzez emisję długu hybrydowego zarząd może zasygnalizować rynkowi swoje przekonanie dotyczące wzrostu rynkowej wartości przedsiębiorstwa w przyszłości i jest pewny, że realizacja opcji *call* doprowadzi

do korzystnej zmiany w strukturze jego pasywów i nie będzie zachodziła konieczność wykupu obligacji. Zminimalizuje to potencjalne koszty trudności finansowych, które powstrzymują podmioty gospodarcze od wykorzystania kapitału obcego²⁵.

A. Chakraborty i B. Yilmaz zaprezentowali model, w którym emisja obligacji zamiennych sama w sobie nie stanowi dla uczestników rynku sygnału dotyczącego sytuacji finansowej emitenta i nie rozwiązuje niedogodności związanych z asymetrycznym dostępem do informacji na ten temat przez inwestorów i menedżerów²⁶. Autorzy ci udowodnili, że negatywne skutki selekcji negatywnej mogą zostać przezwyciężone dopiero w chwili przedterminowego umorzenia długu hybrydowego w wyniku realizacji opcji *call* przez spółkę.

Możliwość konwersji obligacji zamiennych powoduje, że obligatariusze są traktowani jak nabywcy opcji *call* na akcje przedsiębiorstwa i opcji *put* na jego dług. Klauzula *put* zostanie przez nich zrealizowana, jeżeli obligacje będą w terminie zapadalności „poza ceną”. Menedżerowie, których celem jest maksymalizacja bogactwa akcjonariuszy, dążą do jak najszybszego pozbawienia inwestorów cennej dla nich opcji *put* poprzez wymuszenie przedterminowej konwersji. W warunkach emisji niejednokrotnie zastrzega się jednak, że może to nastąpić dopiero w momencie, w którym cena akcji będzie przewyższała cenę *call* o określoną wartość przez pewien czas (*soft call protection*). Aby warunek ten został spełniony i mogło dojść do wymuszenia na inwestorach zamiany długu na akcje, na rynek musi trafić pozytywna informacja na temat sytuacji finansowej spółki, która przyczyni się do wzrostu wartości jej walorów i sprawi, że obligacje staną się „w cenie”.

Model A. Chakraborty'ego i B. Yilmaza pokazuje więc, że sam wybór określonego sposobu finansowania nie musi stanowić dla rynku sygnału odnośnie do sytuacji finansowej emitenta i tym samym przyczyniać się do wyeliminowania zjawiska selekcji negatywnej. Jak widać, problem ten może zostać rozwiązany pośrednio w wyniku pojawienia się pozytywnej informacji na temat działalności operacyjnej i inwestycyjnej przedsiębiorstwa, która umożliwi menedżerom przedterminowe wymuszenie konwersji na inwestorach²⁷.

Innym sposobem na uniknięcie zjawiska selekcji negatywnej może być emisja długu hybrydowego o zmiennej cenie konwersji, która będzie uzależniona od rynkowej ceny akcji emitenta w momencie realizacji opcji

25 Opracowano na podstawie: J.C. Stein, *op. cit.*, s. 3–21.

26 A. Chakraborty, B. Yilmaz, *Adverse Selection and Convertible Bonds*, „Review of Economic Studies” 2011, vol. 78(1), s. 148–175.

27 Opracowano na podstawie: *ibidem*.

zamiany przez inwestorów (*floating-price convertibles*). Jeśli spółka wyemitowała obligacje, które mogą zostać zamienione na k akcji zwykłych, gdzie współczynnik k zależy od ceny akcji p w chwili konwersji (czyli $k = 1/p$), to rynkowa cena walorów nie będzie miała wpływu na rynkową wartość długu, o ile w pełni odzwierciedla ona istnienie poufnej informacji na temat działalności firmy, w posiadaniu której są wyłącznie menedżerowie. Pozwoli to na bezkosztowe wyeliminowanie efektu selekcji negatywnej. Jeśli jednak prywatna informacja menedżerów nie będzie w pełni zawarta w cenie akcji, to sprzedaż obligacji o zmiennej cenie konwersji nie rozwiąże problemu selekcji negatywnej, tylko dodatkowo go spotęguje²⁸.

Zdaniem G. Constantinidesa i B. Grundy'ego podmioty gospodarcze mogą przezwyciężyć zjawisko selekcji negatywnej poprzez sprzedaż obligacji zamiennych bez opcji *call* i przeznaczenie pozyskanych środków na wykup pewnej ilości akcji własnych²⁹. Okazuje się, że transakcja wykupu własnych walorów może stanowić dla uczestników rynku pozytywny sygnał odnośnie do przyszłych wyników finansowych spółki, co może skutkować wzrostem kursu jej akcji, dzięki czemu nie dojdzie do wystąpienia problemu niedoinwestowania³⁰. „Złe firmy” nie będą naśladowały „dobrych firm” ze względu na trudności z przeprowadzeniem wykupu przewartościowanych akcji własnych³¹. Wątpliwości może jednak budzić postawa zarządu, który nie emituje obligacji zamiennych z myślą o podwyższeniu kapitału własnego w przyszłości, tylko chce obniżyć jego udział poprzez wykup własnych walorów³². Nie można wykluczyć, że spółki decydują się na ograniczenie ilości swoich akcji znajdujących się w wolnym obrocie w celu złagodzenia spadku ich kursu wywołanego przez działania funduszy hedgingowych, które przeprowadzają transakcje krótkiej sprzedaży akcji firmy. Chcą one w ten sposób zabezpieczyć swoje długie pozycje na wyemitowanych przez przedsiębiorstwo obligacjach zamiennych³³. Problem ten będzie jeszcze poruszony w dalszej części rozdziału.

Okazuje się, że pewnym sygnałem dla uczestników rynku odnośnie do przyszłych wyników finansowych emitenta może być jeden z parametrów

28 *Ibidem*, s. 151.

29 G.M. Constantinides, Grundy B.D., *Optimal Investment with Stock Repurchase and Financing as Signals*, „*Review of Financial Studies*” 1989, vol. 2(4), s. 445–465.

30 D. Ikenberry, J. Laknishok, T. Vermaelen, *Market Underreaction to Open Market Share Repurchases*, „*Journal of Financial Economics*”, October–November 1995, vol. 39(2–3), s. 181–208.

31 J.C. Stein, *op. cit.*, s. 14.

32 *Ibidem*, s. 14–15.

33 A. De Jong, M. Dutordoir, P. Verwijmeren, *Why Do Convertible Issuers Simultaneously Repurchase Stock? An Arbitrage-Based Explanation*, „*Journal of Financial Economics*” 2011, vol. 100(1), s. 113–129.

emisji długu zamiennego – współczynnik konwersji. Y. Kim zauważył, że im jest on wyższy, tym niższy poziom zysków przewiduje spółka w przyszłości³⁴. Autor ten potraktował obligacje zamienne jako instrument złożony z komponentu akcji emitenta i opcji ich sprzedaży z ceną wykonania równą nominalnej wartości obligacji. Opcja *put* zostanie przez inwestorów zrealizowana, jeżeli w terminie zapadalności obligacji wartość konwersji będzie znajdowała się poniżej wartości nominalnej długu, czyli kiedy przeprowadzenie jego zamiany na akcje spółki nie będzie dla inwestorów opłacalne. Obligacje zostaną wówczas wykupione przez emitenta. Jeśli zaś instrumenty dłużne będą „w cenie”, to obligatariusze dokonają ich konwersji na udziały firmy, a opcja *put* wygasa.

Pozyskanie kapitału na realizację projektu inwestycyjnego poprzez emisję długu hybrydowego można rozpatrywać pod kątem podziału ryzyka między aktualnymi akcjonariuszami a obligatariuszami, czyli *de facto* potencjalnymi udziałowcami. Jeżeli ustalony współczynnik konwersji jest relatywnie wysoki, czyli gdy nowi akcjonariusze otrzymują prawo do objęcia znacznej części udziałów emitenta, to ryzyko niepowodzenia inwestycji jest solidarnie dzielone między obiema grupami. Jeśli współczynnik konwersji jest stosunkowo niski, to obligacje zamienne będą traktowane jak zwykły dług, którego zamiana nie spowoduje podwyższenia kapitału własnego spółki i nie dojdzie do zwiększenia liczby nowych udziałowców. W takim przypadku, ryzyko fiaska nowego projektu przesunę się w kierunku dotychczasowych akcjonariuszy.

Nie można zapominać, że konwersja obligacji przyczynia się do spadku bogactwa aktualnych udziałowców na skutek „rozwodnienia” kapitału własnego. Efekt ten jest tym większy, im wyższy jest współczynnik konwersji, dlatego menedżerowie starają się ustalić go na jak najniższym poziomie, aby nie zaszkodzić interesowi akcjonariuszy. Jeżeli zarząd przewiduje w najbliższym czasie wzrost przychodów spółki, to postara się maksymalnie obniżyć współczynnik konwersji w zamian za emisję większej ilości kapitału obcego, która powiększy całkowitą wartość opcji *put* na dług firmy. Przedsiębiorstwo sygnalizuje w ten sposób gotowość absorpcji dużej części ryzyka związanego z realizacją nowego przedsięwzięcia inwestycyjnego i przekazuje rynkowi, że nie potrzebuje dzielić się nim z potencjalnymi udziałowcami. Uczestnicy rynku interpretują to jako sygnał pozytywny, który powinien przełożyć się na wzrost ceny akcji emitenta, co w konsekwencji zrównoważy „rozwodnienie” kapitału własnego na skutek konwersji³⁵.

34 Y.O. Kim, *Informative Conversion Ratios: A Signalling Approach*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1990, vol. 25(2), s. 229–243.

35 Opracowano na podstawie: *ibidem*.

Nie można wykluczyć, że zarządy przedsiębiorstw mogą umyślnie wykorzystać występowanie asymetrii informacji między spółką a otoczeniem zewnętrznym i wyemitować obligacje zamienne jako substytut dla emisji przewartościowanych akcji³⁶. Być może wynika to z faktu, że wiele firm dokonuje sprzedaży akcji jeszcze przed emisją długu zamiennego. Kolejna publiczna oferta w tak krótkim czasie mogłaby sugerować inwestorom, że menedżerowie podejmują kolejną próbę uplasowania przewartościowanych walorów, co zmniejszyłoby popyt na akcje ze strony uczestników rynku. Dlatego zarząd woli podwyższyć kapitał własny niejako „tylnymi drzwiami”, w wyniku zamiany długu hybrydowego na udziały spółki³⁷.

Jest także prawdopodobne, że zarząd dokonuje emisji obligacji zamiennych w okresie przewartościowania akcji spółki, aby nie dopuścić do konwersji długu³⁸. Dlaczego jednak przedsiębiorstwa przeprowadzają emisję dłużnych instrumentów hybrydowych, jeżeli nie przewidują podwyższenia kapitału własnego w przyszłości? Po pierwsze, spółka może w ten sposób dążyć do obniżenia kosztów obsługi zadłużenia ze względu na przeciętnie niższy kupon odsetkowy obligacji zamiennych w porównaniu ze zwykłymi obligacjami³⁹. Po drugie, zarząd może mieć w planach refinansowanie „starego” długu, ale przewidując trudności z emisją zwykłych obligacji, decyduje się na wykorzystanie dłużnych instrumentów hybrydowych. Perspektywa objęcia udziałów emitenta mogłaby zachęcić potencjalnych inwestorów do kupna emitowanych obligacji zamiennych.

3.2. Emisja obligacji zamiennych w świetle teorii agencji

Relacje między akcjonariuszami, obligatariuszami a menedżerami i ich wpływ na funkcjonowanie przedsiębiorstwa są przedmiotem zainteresowań badaczy już od kilkudziesięciu lat. Między tymi wszystkimi uczest-

36 C.M. Lewis, R.J. Rogalski, J.K. Seward, *The Long-Run Performance of Firms that Issue Convertible Debt: an Empirical Analysis of Operating Characteristics and Analyst Forecasts*, „Journal of Corporate Finance” 2001, vol. 7(4), s. 472.

37 Na przykład w badaniu przeprowadzonym przez I. Lee i T. Loughrana aż 30% analizowanych przedsiębiorstw przeprowadza emisję akcji w dwa lata przed sprzedażą długu zamiennego. Zob. I. Lee, T. Loughran, *Performance Following Convertible Bond Issuance*, „Journal of Corporate Finance” 1998, vol. 4(2), s. 185–207.

38 M.J. Brennan, E.S. Schwartz, *op. cit.*, s. 57–58.

39 I. Lee, T. Loughran, *op. cit.*, s. 205.

nikami rynku powstaje sieć kontaktów (tzw. związki agencji), które wpływają na bieżącą działalność firmy i determinują zachowanie każdej z tych grup. Tak długo, dopóki spółka pozostaje płynna i rentowna, interesy menedżerów, akcjonariuszy i obligatariuszy są tożsame – wszyscy czerpią korzyści z tytułu wzrostu jej wartości rynkowej. Problemy pojawiają się momencie, kiedy zarząd zwiększa bogactwo akcjonariuszy kosztem obligatariuszy, np. poprzez realizację nowego projektu inwestycyjnego, którego finansowanie opiera się na emisji kolejnego długu, o podobnym lub wyższym priorytecie w kolejności zaspokojenia roszczeń wobec majątku emitenta niż obligacje znajdujące się już w obiegu, co przyczynia się do obniżenia ich ceny rynkowej. Innymi słowy, kadra kierownicza przejawia skłonność do zwiększania rynkowej wartości kapitału własnego przedsiębiorstwa kosztem rynkowej wartości jego kapitału obcego, przez co następuje „rozwodnienie” zobowiązań wobec aktualnych wierzycieli firmy (*claims dilution*). Co więcej, ewentualne dochody z realizowanego przedsięwzięcia przypadają jedynie akcjonariuszom, natomiast ryzyko jego niepowodzenia biorą na siebie przede wszystkim obligatariusze. Wybór bardziej ryzykownych projektów inwestycyjnych doprowadza więc do przesunięcia ryzyka operacyjnego i inwestycyjnego spółki z akcjonariuszy na posiadaczy obligacji (*risk-shifting*)⁴⁰.

Wielu autorów wskazuje, że wykorzystanie kapitału obcego może pomóc przedsiębiorstwom w obniżeniu kosztów agencji. Emisja długu umożliwia złagodzenie konfliktu powstałego wokół zagospodarowania wolnych przepływów pieniężnych do akcjonariuszy (*free cash flow to equity, FCFE*)⁴¹. Udziałowcy wywierają na zarząd presję, aby wykorzystał on *FCFE* do zwiększenia ich bogactwa, np. poprzez wypłatę dywidendy lub przeprowadzenie transakcji wykupu akcji własnych, ponieważ obawiają się, że nadwyżka środków pieniężnych zostanie zmarnowana na realizację nierentownych inwestycji. Jeżeli jednak spółka zdecyduje się na emisję długu, to wzrost ryzyka jej bankructwa na skutek ewentualnego niedopełnienia zobowiązań finansowych wobec wierzycieli zmusza menedżerów do przeprowadzenia dokładniejszej analizy dostępnych opcji inwestycyjnych i dokonania wyboru wyłącznie najbardziej rentownych. Część *FCFE* trafi wówczas do obligatariuszy w postaci płatności odsetkowych i zostanie wykorzystana do wykupu nominalnej wartości długu w terminie zapadalności, a nie na sfinansowanie projektów inwestycyjnych o ujemnej stopie zwrotu.

40 D. Mayers, *Convertible Bonds Matching Financial and Real Options*, „Journal of Applied Corporate Finance” 2000, vol. 13(1), s. 11.

41 M.C. Jensen, *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, „The American Economic Review” 1986, vol. 76(2), s. 325–326.

Obligatariusze starają się złagodzić negatywne skutki konfliktów agencji, m.in. żądając wyższego oprocentowania w zamian za udostępnienie kapitału, które powinno zrekompensować im nieodpowiedzialne działania akcjonariuszy. Wyższe koszty finansowe mogą jednak wpłynąć negatywnie na płynność finansową przedsiębiorstwa, zahamować jego dalszy rozwój, przyczynić się do utraty konkurencyjności, a w skrajnych przypadkach doprowadzić do bankructwa. Ponadto zaciągnięty dług należy zwrócić w terminie zapadalności kapitałodawcom, co pomniejsza strumień przepływów pieniężnych wygenerowanych przez spółkę w przyszłości. Stojąc w obliczu problemu spadających przychodów i wysokich kosztów obsługi zadłużenia, firmy często rezygnują z zaangażowania w projekty o dodatniej stopie zwrotu, które w normalnych warunkach by realizowały⁴². Prowadzi to do problemu niedoinwestowania (*underinvestment*).

Nedoinwestowanie może również zostać wywołane przez zjawisko nawisu zadłużeniowego (*debt overhang*). Przedsiębiorstwa o ponadprzeciętnie wysokim poziomie zadłużenia nie będą realizowały rentownych inwestycji, w celu uniknięcia transferu wygenerowanych przez nowe projekty dochodów do obligatariuszy (w formie spłaty bieżącego zadłużenia), który obniżyłby bogactwo dotychczasowych udziałowców⁴³. Konieczny jest zatem wybór takiego sposobu finansowania, który będzie minimalizował powstałe konflikty agencji i nie ograniczy elastyczności menedżerów w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. M. Jensen i W. Meckling jako pierwsi zasugerowali, że instrumentem tym mogą być obligacje zamienne⁴⁴.

Powyższa hipoteza została rozwinięta przez R. Greena⁴⁵. Uważa on, że akcjonariusze mogą powiększyć swoje bogactwo na dwa sposoby. Po pierwsze, kiedy zainwestują w projekty o dodatniej stopie zwrotu. Po drugie, gdy przejmą część bogactwa od obligatariuszy. Ten ostatni sposób prowadzi jednak do ostrego konfliktu z posiadaczami obligacji, który, zdaniem autora, może zostać zminimalizowany poprzez wykorzystanie długu zamiennego. Należy zauważyć, że wbudowana w obligacje zamienne opcja konwersji umożliwi obligatariuszom partycypowanie we wzroście rynkowej wartości kapitału własnego przedsiębiorstwa, który będzie konsekwencją realizacji nowej inwestycji. Jeżeli więc akcjonariusze

42 F.C. Jen, D. Choi, S.H. Lee, *op. cit.*, s. 46–47.

43 E. Lyandres, A. Zhdanov, *Convertible Debt and Investment Timing*, „Journal of Corporate Finance” 2014, vol. 24(C), s. 22.

44 M.C. Jensen, W.H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, „The Journal of Financial Economics” 1976, vol. 3, s. 305–360.

45 R.C. Green, *Investment Incentives, Debt, and Warrants*, „Journal of Financial Economics” 1984, vol. 13(1), s. 115–136.

zostają zmuszeni do podzielenia się korzyściami ze wzrostu cen akcji z zewnętrznymi inwestorami, to najprawdopodobniej nie będą skłonni do podejmowania ryzykownych działań, które powiększyłyby ich bogactwo kosztem obligatariuszy⁴⁶. Powinno to złagodzić spory agencyjne między udziałowcami a posiadaczami obligacji na tle świadomego zwiększania ryzyka przedsiębiorstwa przez tych pierwszych.

Koncepcja R. Greena została empirycznie potwierdzona m.in. przez C. Lewisa, R. Rogalskiego i J. Sewarda⁴⁷. Zaobserwowali oni, że emitentami długu hybrydowego są przede wszystkim spółki mniejsze, młodsze, o wysokim poziomie zadłużenia i większych możliwościach inwestycyjnych, czyli takie, które są bardziej podatne na konflikty agencji ze względu na wysoki poziom ryzyka operacyjnego i finansowego. Z kolei C. Dorion, P. François, G. Grass i A. Jeanneret skwantyfikowali skłonność akcjonariuszy do zastąpienia aktywów (*asset substitution*) i dowiedli, że jest ona niższa dla przedsiębiorstw, które emitują obligacje zamienne⁴⁸. Może to sugerować, że instrumenty te mogą być wykorzystywane do złagodzenia sporów między udziałowcami a obligatariuszami.

Obligacje zamienne mogą pomóc podmiotom gospodarczym w rozwiązaniu konfliktów agencji także dzięki przeciętnie niższemu oprocentowaniu w porównaniu ze zwykłym długiem. Niższe koszty obsługi za-

46 R. Green przekonuje, że funkcja wypłaty (*pay-off function*) akcjonariuszy jest wypukła względem rynkowej wartości spółki, dlatego mogą oni zwiększać wartość swojego bogactwa poprzez zwiększenie ryzyka przedsiębiorstwa. Następuje wtedy transfer bogactwa od obligatariuszy, których funkcja dochodowości jest wklęsła. Emisja długu zamiennego powoduje jednak, że na skutek partycypacji obligatariuszy we wzroście wartości kapitału własnego spółki funkcja dochodowości akcjonariuszy także staje się wklęsła, dlatego udziałowcy nie mają żadnego interesu w dążeniu do zmiany ryzyka firmy. Za: C. Dorion, P. François, G. Grass, A. Jeanneret, *Convertible Debt and Shareholder Incentives*, „Journal of Corporate Finance” 2014, vol. 24, s. 40.

47 C.M. Lewis, R.J. Rogalski, J.K. Seward, *Agency Problems, Information Asymmetries, and Convertible Debt Security Design*, „Journal of Financial Intermediation” 1998, vol. 7(1), s. 32–59; C.M. Lewis, R.J. Rogalski, J.K. Seward, *Is Convertible Debt a Substitute for Straight Debt or for Common Equity?*, „Financial Management” 1999, vol. 28(3), s. 5–27.

48 W celu skwantyfikowania zjawiska przesunięcia ryzyka między akcjonariuszami i obligatariuszami (problem *risk shifting*), autorzy posłużyli się wskaźnikiem nazwanym przez nich „skłonnością akcjonariuszy do przesuwania ryzyka” (*risk-shifting incentives of shareholders – RSI*). *RSI* interpretuje się jako procentową zmianę bogactwa akcjonariuszy na skutek przesunięcia ryzyka firmy kosztem obligatariuszy. W przypadku spółek, które nie emitowały obligacji zamiennych, wzrost zmienności ich aktywów o 5% generował wzrost wskaźnika *RSI* o 2,6 pkt proc. W przypadku emitentów długu hybrydowego wskaźnik ten wzrastał o 2 pkt proc. Zob. C. Dorion, P. François, G. Grass, A. Jeanneret, *op. cit.*, s. 38–56.

dłużenia i mniejsze prawdopodobieństwo bankructwa spółki sprawiają, że menedżerowie nie będą unikali realizacji nowych inwestycji, co przyczyni się do wyeliminowania zjawiska niedoinwestowania⁴⁹. Zarząd nie może jednak traktować całego procesu inwestycyjnego krótkofalowo, ale powinien planować go w oparciu o znacznie dłuższy horyzont czasowy. Po zakończeniu jednego przedsięwzięcia, spółka może mieć możliwość zaangażowania się w kolejny, być może równie rentowny projekt. Dokładny moment jego realizacji nie jest początkowo znany, ale przedsiębiorstwo powinno być przygotowane na jego sfinansowanie. Będzie to zależało od m.in. koniunktury rynkowej, aktualnej kondycji ekonomicznej firmy i efektu finansowego poprzednich inwestycji.

Powyższy tok rozumowania stanowi podstawę koncepcji finansowania sekwencyjnego (*sequential financing*), opracowanej przez D. Mayersa⁵⁰. Dotyczy ona inwestycji wieloetapowych, w której kluczową rolę odgrywają obligacje zamienne. Autor założył w niej, że przedsiębiorstwo finansuje projekty inwestycyjne wyłącznie za pomocą kapitału obcego i ma do wyboru trzy instrumenty:

- zwykle obligacje długoterminowe emitowane w momencie „0” z terminem zapadalności w momencie „2” (*two-period straight debt*),
- zwykle obligacje krótkoterminowe emitowane w momencie „0” z terminem wykupu w momencie „1” (*single period straight debt*),
- obligacje zamienne z opcją *call* emitowane w momencie „0”.

D. Mayers przyjął, że w momencie „0” spółka pozyskuje fundusze na realizację projektu A za pomocą zwykłego długu z dłuższym terminem zapadalności, który będzie wykupywany w momencie „2” (*two-period straight debt*). Jeśli w momencie „1” pojawi się szansa na realizację opcji inwestycyjnej B, to środki na jej sfinansowanie mogłyby pochodzić z zysków z przedsięwzięcia A, dzięki czemu firma nie musiałaby ponieść kosztów pozyskania dodatkowego kapitału. Sytuacja komplikuje się jednak, gdy projekt B okaże się nierentowny. Termin zapadalności długu przypada dopiero na moment „2”, dlatego istnieje zagrożenie, że spółka zaangażuje się w projekt B niezależnie od jego stopy zwrotu, ponieważ będzie dysponowała wolnymi środkami na jego realizację. Rynek może zareagować na to wyprzedając akcje przedsiębiorstwa. Spadek wartości kapitału własnego spółki na skutek przeznaczenia nadmiaru kapitału na realizację nierentownych projektów inwestycyjnych nosi nazwę „przeinwestowania” (*overinvestment*)⁵¹.

49 D. Mayers, *Convertible Bonds...*, s. 11.; F.C. Jen, D. Choi, S.H. Lee, *op. cit.*, s. 47.

50 D. Mayers, *Why Firms Issue Convertible Bonds: The matching of Financial and Real Investment Options*, „Journal of Financial Economics” 1998, vol. 47(1), s. 83–102.

51 D. Mayers, *Convertible Bonds...*, s. 13.

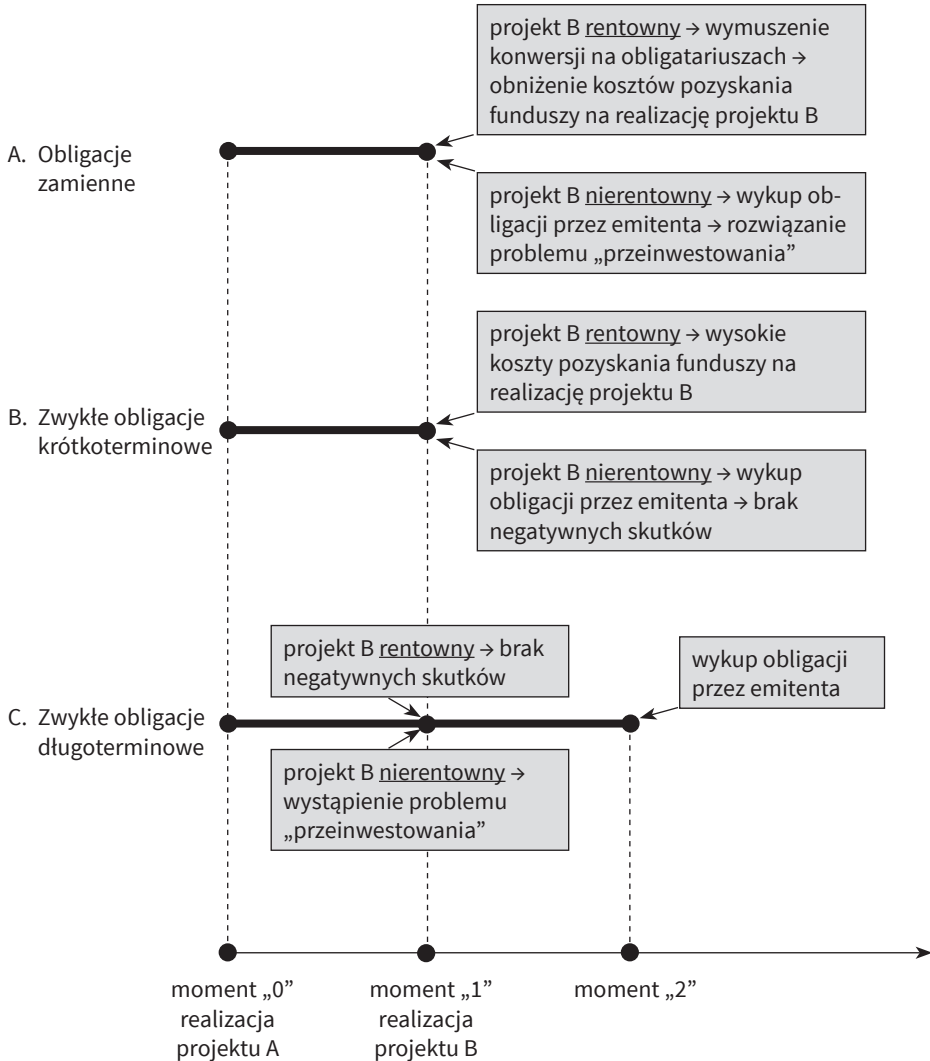
Z kolei finansowanie projektu A za pomocą długu krótkoterminowego wyemitowanego w momencie „0” z terminem zapadalności w momencie „1” (*single period straight debt*) jest korzystne jedynie wtedy, kiedy opcja inwestycyjna B okazuje się nieatrakcyjna pod względem ekonomicznym i nie będzie przez spółkę realizowana. Po zakończeniu projektu A, który przypada na moment „1”, przedsiębiorstwo po prostu dokona wykupu długu od obligatariuszy. Trudności pojawią się jednak w chwili, gdy opcja inwestycyjna B będzie „w cenie” i firma będzie musiała szybko pozyskać środki na jej sfinansowanie. Na przeszkodzie mogą wtedy stanąć wysokie koszty emisji kolejnych papierów wartościowych, które skutecznie powstrzymają menedżerów przed zaangażowaniem w nowy projekt.

Instrumentem, który może pomóc spółkom w przezwyciężeniu powyższych niedogodności są, zdaniem D. Mayersa, obligacje zamienne. Po pierwsze, ich wykorzystanie pozwoli im na uniknięcie problemu przeinwestowania, jeżeli opcja inwestycyjna B nie będzie przez firmę realizowana – rozwiąże to konflikt agencji między menedżerami a akcjonariuszami. Po drugie, jeśli nowa inwestycja okaże się warta realizacji, to dzięki konwersji długu, przedsiębiorstwo obniży koszty pozyskania dodatkowych funduszy.

W jaki sposób powinno wyglądać finansowanie wieloetapowego projektu inwestycyjnego za pomocą długu hybrydowego? Otóż przedsiębiorstwo musi wyemitować w momencie „0” obligacje zamienne z terminem zapadalności w momencie „1”. Jeśli projekt A przyniesie spółce wymierne korzyści finansowe, to można przypuszczać, że w wyniku wzrostu cen jej akcji, obligacje staną się „w cenie”, a wymuszenie przedterminowej konwersji na obligatariuszach doprowadzi do zmiany jej struktury kapitału. Firma uniknie dzięki temu wykupu długu, a obniżenie poziomu zadłużenia ułatwi jej pozyskanie dodatkowych funduszy na realizację rentownej opcji inwestycyjnej B. Jeśli jednak opcja B okaże się inwestycją o ujemnej stopie zwrotu i nie będzie realizowana, to przedsiębiorstwo zaczeka do pierwotnego terminu zapadalności obligacji, w którym wykupi je od inwestorów, pozbywając się w ten sposób nadmiaru gotówki i zapobiegnie wystąpieniu negatywnego zjawiska przeinwestowania⁵². Istota koncepcji finansowania sekwencyjnego została przedstawiona na rysunku 3.1.

Kluczową rolę w hipotezie finansowania sekwencyjnego odgrywa dołączona do obligacji zamiennych klauzula *call*, która umożliwia emitentom przedterminowe wymuszenie konwersji na obligatariuszach. Menedżerowie otrzymują dzięki niej większą swobodę działania i mogą podejmować tę decyzję adekwatnie do bieżącej sytuacji rynkowej, kondycji

52 Opracowano na podstawie artykułu D. Mayers, *Why Firms Issue...*, s. 83–102.



Rysunek 3.1. Hipoteza finansowania sekwencyjnego D. Mayersa

Źródło: opracowanie własne na podstawie: D. Mayers, *Why Firms Issue Convertible Bonds: The matching of Financial and Real Investment Options*, „Journal of Financial Economics” 1998, vol. 47(1), s. 83–102.

ekonomicznej firmy i rentowności dotychczasowych projektów. Realizacja opcji *call* i konwersja długu na akcje, która sprawia, że w spółce dochodzi do korzystnej zmiany struktury kapitału i poprawia się jej zdolność kredytowa, może stać się dla przedsiębiorstwa bodźcem do

przyspieszenia procesu inwestycyjnego. Teza ta została potwierdzona nie tylko przez samego D. Mayersa⁵³, ale również przez S. Changa, S. Chena i Y. Liu⁵⁴ oraz F. Jena, D. Choia i S. Lee⁵⁵.

Wybór początkowej daty inwestycji jest równie ważny jak kwestia funduszy, które należy przeznaczyć na jej realizację. Zdaniem J. Liu i L. Switzera finansowanie projektu inwestycyjnego za pomocą obligacji zamiennych powinni rozważyć menedżerowie, którzy są przekonani o sukcesie realizowanej inwestycji, ale nie są w stanie wskazać dokładnego momentu, w którym projekt zacznie generować dla spółki dodatnie przepływy pieniężne⁵⁶. Autorzy ci przekonują, że pozyskanie kapitału hybrydowego jest szczególnie korzystne dla przedsiębiorstw, których dotychczasowe wyniki finansowe były relatywnie gorsze w porównaniu z innymi spółkami z branży.

Z kolei T. Korkeamaki i W. Moore dostrzegli, że emitenci długu zamiennego, dla których krańcowe korzyści z oczekiwania na rozpoczęcie nowych inwestycji (duże wahania strumienia *cash flow* i mnogość opcji inwestycyjnych) są relatywnie wysokie, maksymalnie opóźniają realizację nowego projektu po emisji instrumentów dłużnych. Jeżeli to koszty oczekiwania są dla nich wysokie (niewielkie wahania strumienia *cash*

53 D. Mayers zaobserwował, że w trzy lata po realizacji opcji *call*, przedsiębiorstwa odnotowują wzrost wydatków inwestycyjnych i zwiększenie poziomu zadłużenia długoterminowego, co może stanowić dowód, że gromadzą one środki na realizację nowych inwestycji (zob. D. Mayers, *Why Firms Issue...*, s. 83–102). Autor ten potwierdził swoje wyniki także w kolejnym badaniu (zob. D. Mayers, *Convertible Bonds...*, s. 8–21). Wzrost poziomu zadłużenia wcale nie musi jednak oznaczać, że spółka zamierza wykorzystać zdobyte fundusze na sfinansowanie nowych projektów inwestycyjnych. Część kapitału mogła zostać pozyskana z myślą o refinansowaniu „starego” długu. W celu weryfikacji tej hipotezy powinno się przeanalizować wartość pozyskanego kapitału netto, czyli od całkowitej wartości pozyskanych środków z emisji kapitału obcego, powiększonej o wartość kapitału własnego, należy odjąć całkowitą wartość środków przeznaczonych na refinansowanie długu.

54 S. Chang, S. Chen i Y. Liu stwierdzili, że kapitał netto pozyskany przez tajwańskie przedsiębiorstwa po emisji długu hybrydowego jest bliski zera. Oznaczałoby to, że tamtejsze spółki wykorzystują obligacje zamienne w celu uniknięcia pozyskania dodatkowego kapitału na realizację nowych inwestycji. Zob. S.C. Chang, S.S. Chen, Y. Liu, *op. cit.*, s. 1163–1183.

55 F. Jen, D. Choi i S. Lee zauważyli, że przedsiębiorstwa o wyższym poziomie wydatków inwestycyjnych odnotowują mniej negatywną reakcję rynku po upublicznieniu informacji o sprzedaży długu hybrydowego. Ich zdaniem celem emisji obligacji zamiennych jest zwiększenie bazy kapitałowej przedsiębiorstwa na realizację nowych projektów inwestycyjnych. Spadek cen akcji wyniósł 1,9% dla spółek o wyższym potencjale wzrostu, w porównaniu ze spadkiem o 2,6% dla firm o mniejszych możliwościach inwestycyjnych. Zob. F.C. Jen, D. Choi, S.H. Lee, *op. cit.*, s. 44–53.

56 J. Liu, L.N. Switzer, *Convertible Bond Issuance, Risk, and Firm Financial Policy: A New Approach*, „International Journal of Business” 2013, vol. 18(1), s. 1–25.

flow, mało opcji inwestycyjnych, środowisko wysokich stóp procentowych), to rozpoczynają oni proces inwestycyjny krótko po emisji obligacji zamiennych⁵⁷.

Wracając do zjawiska przeinwestowania, okazuje się, że może ono zostać wywołane także przez skłonność kadry menedżerskiej do realizowania zbyt ambitnych i ryzykownych przedsięwzięć inwestycyjnych, bez przeprowadzenia dogłębnego studium ich wykonalności. Uważa się, że winę za tę sytuację może ponosić system premiowania członków zarządu, którzy są nagradzani za wzrost rynkowej wartości przedsiębiorstwa⁵⁸. Jedną z niewielu barier, które powstrzymują menedżerów przed zaangażowaniem w nieracjonalne projekty, jest wizja bankructwa spółki. N. Isagawa doszedł do wniosku, że odpowiednio zaprojektowana obligacja zamienna z dołączoną opcją *call* pozwala na skuteczne kontrolowanie oportunistyki kadry kierowniczej, a także na wyeliminowanie dwóch zjawisk, które są konsekwencją ryzykownych decyzji menedżerów – niedoinwestowania i przeinwestowania⁵⁹.

W zależności od koniunktury panującej na rynku (dobrej lub złej) zarząd musi dokonać wyboru odpowiedniej strategii operacyjnej spółki (defensywnej lub ekspansywnej), która będzie maksymalizowała wartość jej kapitału własnego⁶⁰. W okresie sprzyjających uwarunkowań gospodarczych dla spółki bardziej korzystne jest podjęcie działań ekspansywnych, ale w przypadku złej koniunktury akcjonariusze starają się wymusić na menedżerach realizację strategii defensywnej, która zapewni im wyższą stopę zwrotu. Kadra kierownicza może jednak podjąć decyzje, które z punktu widzenia maksymalizacji kapitału własnego firmy wydają się nieoptymalne. Jest prawdopodobne, że podejście zbyt defensywne w czasie sprzyjającej koniunktury doprowadzi do niedoinwestowania, natomiast ekspansja w trakcie niesprzyjających uwarunkowań rynkowych może zakończyć się przeinwestowaniem (tabela 3.1). W pierwszym przypadku spółka nie angażuje się w realizację inwestycji o dodatniej stopie zwrotu, w drugim istnieje ryzyko, że rozpocznie ona realizację nierentownych projektów.

57 T. Korkeamaki, W.T. Moore, *Capital Investment Timing and Convertible Debt Financing*, „International Review of Economics and Finance” 2004, vol. 13(1), s. 75–85.

58 M.C. Jensen, *op. cit.*, s. 323–324.

59 N. Isagawa, *Convertible Debt: an Effective Financial Instrument to Control Managerial Opportunism*, „Review of Financial Economics” 2000, vol. 9(12), s. 15–26.

60 Według N. Isagawy, podejście ekspansywne polega na wykorzystaniu płynnych aktywów przedsiębiorstwa do wzrostu jego zdolności produkcyjnych. Nadrzędnym celem strategii defensywnej jest natomiast zwiększenie poziomu płynności spółki lub powstrzymanie się od jakichkolwiek działań i zachowanie finansowego *status quo*. Więcej na ten temat w: *ibidem*, s. 17.

Tabela 3.1. Konsekwencje decyzji inwestycyjnych podejmowanych przez menedżerów w zależności od koniunktury rynkowej według N. Isagawy

	strategia ekspansywna	strategia defensywna
koniunktura dobra	<i>optimum</i>	<i>niedoinwestowanie</i>
koniunktura zła	<i>przeinwestowanie</i>	<i>optimum</i>

Źródło: opracowanie własne na podstawie: J. Marszałek, *Hybrydowe instrumenty dłużne w finansowaniu przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2014, s. 106 oraz N. Isagawa, *Convertible Debt: an Effective Financial Instrument to Control Managerial Opportunism*, „Review of Financial Economics” 2000, vol. 9(12), s. 15–26.

Jeżeli kadra kierownicza zdecydowałaby się na emisję zwykłego długu, to z jednej strony mogłaby rozwiązać problem przeinwestowania w warunkach złej koniunktury, ponieważ z obawy o niedotrzymanie zobowiązań finansowych wobec wierzycieli, starałaby się nie angażować w ryzykowne inwestycje. Z drugiej strony, wykorzystanie obligacji korporacyjnych nie wyeliminowałoby zjawiska niedoinwestowania w warunkach dobrej koniunktury. Menedżerowie nadal mieliby obiekcje przed realizacją nowych inwestycji, ponieważ nie chcieliby dopuścić do sytuacji, w której obligatariusze przechwyciliby większość dochodów wygenerowanych przez nowy projekt (w postaci płatności odsetkowych). Zjawisko to jest znane pod nazwą „nawisu zadłużeniowego” (*debt overhang*).

N. Isagawa udowodnił, że niezależnie od uwarunkowań gospodarczych menedżerowie zawsze odrzucają podejście defensywne i koncentrują się na działaniach bardziej ekspansywnych. Po pierwsze, w swoim dążeniu do zwiększania rynkowej wartości spółki, mają oni naturalną skłonność do angażowania się w ryzykowne projekty inwestycyjne. Po drugie, strategia zachowawcza przynosi firmie zbyt niskie dochody. Jego zdaniem w ukróceniu nieodpowiedzialnego podejścia kadry kierowniczej może pomóc wykorzystanie obligacji zamiennych z opcją *call*. Dzięki przedterminowemu wymuszeniu konwersji, które staje się możliwe w okresie sprzyjającej koniunktury, spółka będzie mogła przeznaczyć dodatkowe fundusze na sfinansowanie nowych inwestycji. Rozwiąże to problem niedoinwestowania i zarząd nie będzie miał pokusy prowadzenia ekspansywnych działań. Obligacje zamienne mogą jednocześnie uchronić spółkę przed zjawiskiem przeinwestowania w warunkach dekoniunktury. Podobnie jak w przypadku zwykłego długu, menedżerowie z obawy przed trudnościami ze spłatą wartości nominalnej obligacji zamiennych lub niepowodzeniem konwersji w wyniku realizacji opcji *call*, będą powstrzymywać się od realizacji projektów o niepewnej rentowności.

Analiza powyższej koncepcji skłania do wniosku, że na emisję długu hybrydowego z opcją *call* powinny decydować się podmioty duże i o bardziej rozproszonym akcjonariacie niż przedsiębiorstwa małe z mniejszą liczbą udziałowców. W większych spółkach częściej dochodzi bowiem do konfliktów agencji między menedżerami a akcjonariuszami, którzy nie są w stanie w pełni kontrolować poczynań kadry kierowniczej. Wykorzystanie obligacji zamiennych może pomóc udziałowcom w ograniczeniu oportunistycznego menedżerów⁶¹.

Z zagadnieniem oportunistycznego zarządu wiąże się także kwestia „okopania się” menedżerów na swoich stanowiskach (*managerial entrenchment*)⁶². Jak pokazuje praktyka gospodarcza, dokonując wyboru określonej struktury kapitału, członkowie zarządu nie zawsze dążą do maksymalizacji bogactwa akcjonariuszy, tylko kreują politykę finansową firmy w oparciu o własne interesy, nakierowane przede wszystkim na utrzymanie dominującej pozycji w spółce. Za swoje największe zagrożenie uznają upadek przedsiębiorstwa bądź jego wrogie przejęcie przez inny podmiot. Problem ten jest tym większy, im mniejsza jest kontrola akcjonariuszy nad poczynaniami menedżerów, czyli dotyczy przede wszystkim podmiotów dużych, w których stanowiska kierownicze są oddzielone od poziomu właścicieli.

N. Isagawa zasugerował, że wykorzystanie obligacji zamiennych może powstrzymać zarząd przed realizacją nierentownych projektów inwestycyjnych, co oprócz ewidentnych korzyści dla akcjonariuszy, ułatwia menedżerom zachowanie pierwszoplanowych wpływów w firmie⁶³. Po pierwsze, ryzyko niepowodzenia konwersji i perspektywa doprowadzenia spółki do bankructwa skutecznie zniechęca kadrę menedżerską do zaangażowania w przedsięwzięcia o niepewnej stopie zwrotu. Dobrze zaplanowana emisja długu hybrydowego powinna umożliwić emitentom wymuszenie przedterminowej zamiany długu na swoje udziały tylko wtedy, kiedy realizowany projekt inwestycyjny okaże się rentowny. Obniżenie poziomu zadłużenia spółki w wyniku przeprowadzenia konwersji przez inwestorów zmniejszy prawdopodobieństwo upadłości firmy. Po drugie, mniej ryzykowne zachowania kadry kierowniczej powinny przyczynić się do wzrostu rynkowej wartości przedsiębiorstwa, co oddala perspektywę jego wrogiego przejęcia.

61 Opracowano na podstawie: *ibidem*, s. 15–26.

62 Szerzej na temat problematyki „okopania się” menedżerów m.in. w: W. Novaes, *Managerial Turnover and Leverage under a Takeover Threat*, „Journal of Finance” 2002, vol. 57(6), s. 2619–2650; W. Novaes, L. Zingales, *Capital Structure Choice when Managers are in Control: Entrenchment versus Efficiency*, „Journal of Business” 2003, vol. 76(1), s. 49–82.

63 N. Isagawa, *Callable Convertible Debt under Managerial Entrenchment*, „Journal of Corporate Finance” 2002, vol. 8(3), s. 255–270.

Część badaczy sugeruje, że dług zamienny może pomóc spółkom w wyeliminowaniu problemu niedoinwestowania wywołanego przez spowalniające proces inwestycyjny zjawisko „nawisu zadłużeniowego” (*debt overhang*). Nadmierne zadłużenie przedsiębiorstwa sprawia, że menedżerowie mogą świadomie rezygnować z realizacji inwestycji o dodatniej stopie zwrotu, ponieważ chcą uniknąć sytuacji, w której część wygenerowanych przez nowy projekt dochodów nie trafi do akcjonariuszy, tylko zostanie przechwycona przez posiadaczy obligacji w formie płatności odsetkowych z tytułu długu. Transfer bogactwa od udziałowców do obligatariuszy znajduje odzwierciedlenie we wzroście wartości wszystkich wyemitowanych przez spółkę instrumentów dłużnych, niezależnie od ich rodzaju.

Zdaniem E. Lyandersa i A. Zhdanova emisja obligacji zamiennych może zrównoważyć negatywny efekt wykorzystania długu i rozwiązać problem „nawisu zadłużeniowego”, a realizacja opcji konwersji przez obligatariuszy doprowadzi do korzystnej zmiany struktury kapitału emitenta i uratuje go przed bankructwem⁶⁴. Autorzy ci przekonują, że menedżerowie nie będą opóźniali realizacji nowej inwestycji pod warunkiem, że będzie ona finansowana ze środków pochodzących z emisji akcji, a w strukturze kapitału spółki znajdzie się kombinacja obligacji zwykłych i zamiennych⁶⁵. Optymalna strategia wymaga, aby początek projektu zbiegał się z emisją nowych walorów, która doprowadzi do „rozwodnienia” kapitału własnego i obniży kurs akcji firmy. Wpłynie to na spadek wartości opcji konwersji wbudowanych w obligacje zamienne, ponieważ minie więcej czasu zanim dług zamienny stanie się „w cenie” i inwestorzy zdecydują się na przeprowadzenie zamiany. Następuje wtedy transfer bogactwa od obligatariuszy do akcjonariuszy, ponieważ udziałowcy pomniejszają wartość strumienia pieniężnego generowanego przez nową inwestycję, która zostałaby przechwycona przez posiadaczy długu, gdyby konwersja nastąpiła we wcześniejszym terminie. Wyeliminuje to negatywny efekt „nawisu zadłużeniowego” i firma będzie mogła kontynuować proces inwestycyjny. Jak podkreślają autorzy powyższej koncepcji, nie jest przy tym istotne czy dług hybrydowy ma dołączoną opcję *call*, czy jest zwykłym długiem zamiennym *plain vanilla*.

64 E. Lyandres, A. Zhdanov, *op. cit.*, s. 30.

65 Autorzy celowo przyjęli założenie o strukturze kapitału składającej się z akcji oraz obligacji zwykłych i zamiennych. Chcieli bowiem wyodrębnić wpływ długu zamiennego na rozwiązanie problemu niedoinwestowania i opisać rolę, jaką odgrywa w tym procesie opcja konwersji. Jeżeli nowa inwestycja jest finansowana kapitałem własnym, a w strukturze pasywów spółki znajduje się zwykły dług, który przyczynia się do powstawania nawisu zadłużeniowego, to można przyjąć, że obligacje zamienne mogą pomóc w zminimalizowaniu zjawiska niedoinwestowania. Zob. *ibidem*, s. 23, 32.

Jeżeli, tak jak sugerują J. Stein, D. Mayers czy N. Isagawa, wykorzystanie obligacji zamiennych może łagodzić konflikty agencji, do których dochodzi w podmiotach gospodarczych, jak również obniżyć koszty selekcji negatywnej, powinno to skutkować wyborem przez przedsiębiorstwa wyłącznie rentownych projektów inwestycyjnych, które będą maksymalizować ich kapitalizację rynkową. Wyniki wielu badań empirycznych wskazują jednak na coś zupełnie przeciwnego. Zaobserwowano, że po emisji długu hybrydowego spółki odnotowują niższe stopy zwrotu z akcji w porównaniu ze średnią rynkową oraz następuje pogorszenie ich wskaźników rentowności i obniżenie poziomu wydatków inwestycyjnych. Do takich wniosków doszli m.in. R. Hansen i C. Crutchley⁶⁶, I. Lee i T. Loughran⁶⁷, K. Spiess i J. Affleck-Graves⁶⁸, E. Eckbo, R. Masulis i O. Norli⁶⁹, G. Bae, J. Jeong, H.L. Sun i A. Tang⁷⁰ oraz C. Lewis, R. Rogalski i J. Seward⁷¹. Oznaczałoby to również, że emisja obligacji zamiennych nie musi stanowić dla inwestorów pozytywnego sygnału na temat przyszłych wyników finansowych emitenta, tak jak twierdził J. Stein.

-
- 66 Autorzy zauważyli, że przez cztery lata po sprzedaży obligacji zamiennych, spółki odnotowują systematyczny spadek poziomu przychodów. Wpływa to na wyższą wartość emisji długu hybrydowego, która ma zrekompensować średnio pięcioletni spadek obrotów. Zob. R. Hansen, C. Crutchley, *Corporate Earnings and Financings: An Empirical Analysis*, „The Journal of Business” 1990, vol. 63(3), s. 347–371.
- 67 Badacze obliczyli, że średnia roczna stopa zwrotu z akcji emitentów obligacji zamiennych przez pięć lat po emisji długu wynosi +8,6%, podczas gdy średnia rynkowa została oszacowana na +14,5%. Zob. I. Lee, T. Loughran, *op. cit.*, s. 185–207.
- 68 K. Spiess i J. Affleck-Graves zaobserwowali, że przez pięć lat po emisji długu zamiennego, jego emitenci odnotowują stopy zwrotu z akcji o ok. 20 pkt proc. niższe niż porównywalne spółki z branży. Zob. D.K. Spiess, J. Affleck-Graves, *The Long-Run Performance of Stock Returns Following Debt Offerings*, „Journal of Financial Economics” 1999, vol. 54(1), s. 45–73.
- 69 I. Lee i T. Loughran dostrzegli, że emitenci obligacji zamiennych osiągają niższe stopy zwrotu z akcji w porównaniu do średniej rynkowej przez pięć lat po emisji długu hybrydowego (8,6% wobec 12,5%). Zob. B. Eckbo, R. Masulis, O. Norli, *Seasoned Public Offerings: Resolution of the ‘New Issues Puzzle*”, „Journal of Financial Economics 2000, vol. 56(2), s. 251–291.
- 70 G.S. Bae, J. Jeong, H.L. Sun, A.P. Tang, *Stock Returns and Operating Performance of Securities Issuers*, „Journal of Financial Research” 2002, vol. 25(3), s. 337–352.
- 71 C. Lewis, R. Rogalski i J. Seward porównali wyniki finansowe emitentów obligacji zamiennych i akcji zwykłych o podobnych parametrach i ryzyku w okresie czterech lat przed i czterech lat po emisji papierów wartościowych. Okazuje się, że spółki wykorzystujące dług hybrydowy odnotowują spadek wartości wskaźników rentowności, jednak może on być tłumaczony ogólnym spowolnieniem gospodarczym, ponieważ w podobnym stopniu obniżają się wskaźniki emitentów akcji zwykłych. Z kolei obniżenie poziomu możliwości inwestycyjnych zostało zaobserwowane wyłącznie w zbiorowości emitentów obligacji zamiennych, a nie całego rynku. Zob. C.M. Lewis, R.J. Rogalski, J.K. Seward, *The Long-Run Performance...*, s. 447–474.

Niektórzy badacze przekonują, że wyhamowanie dynamiki wzrostu rynkowej wartości przedsiębiorstw może być spowodowane niekorzystnymi uwarunkowaniami makroekonomicznymi i niesprzyjającym klimatem inwestycyjnym⁷². Innym uzasadnieniem mogą być trudności ze znalezieniem kolejnych rentownych inwestycji po realizacji kilku zyskownych przedsięwzięć⁷³. Ponadto menedżerowie mogą przeszacowywać przyszłe wyniki finansowe spółki i po prostu mylić się odnośnie do poziomu dochodów wygenerowanych przez nowy projekt inwestycyjny⁷⁴.

Część autorów doszukuje się związku pomiędzy niższą stopą zwrotu z akcji emitentów obligacji zamiennych a parametrami emisji długu hybrydowego (m.in. we współczynniku konwersji czy okresie zapadalności), na podstawie których rynek szacuje prawdopodobieństwo realizacji opcji zamiany przez obligatariuszy. Jeśli jest ono wysokie, to obligacje są traktowane przez uczestników rynku jak kapitał własny (*equity-like convertibles*), jeśli niskie – to uważa się, że spółka wyemitowała dług zamienny jako alternatywę dla zwykłych obligacji korporacyjnych (*debt-like convertibles*)⁷⁵. Zgodnie z koncepcją S. Myersa i N. Majlufa, bardziej ryzykowne instrumenty finansowe (czyli akcje) będą w momencie emisji bardziej przewartościowane od mniej ryzykownych papierów wartościowych (czyli obligacji), dlatego w okresie przedemisyjnym poziom rentowności emitenta akcji powinien być wyższy od poziomu rentowności emitenta długu. Z kolei po uplasowaniu papierów wartościowych na rynku, sytuacja powinna ulec zmianie i to emitenci akcji powinni osiągać gorsze wyniki finansowe od emitentów obligacji⁷⁶. Analogicznie, spółki wykorzystujące obligacje zamienne *equity-like* powinny przed ich emisją osiągać wyższe wskaźniki rentowności niż spółki wykorzystujące obligacje *debt-like*, natomiast w okresie poemisyjnym powinny odnotowywać

72 *Ibidem*, s. 453–458.

73 Zob. I. Lee, T. Loughran, *op. cit.*, s. 205.

74 Część badań sugeruje jednak, że rynek przewiduje zahamowanie wzrostu poziomu przychodów emitentów. G. Bae, J. Jeong, H. Sun i A. Tang dostrzegli dodatnią korelację między niższą stopą zwrotu z akcji po emisji długu hybrydowego a spadkiem wartości walorów spółek po upublicznieniu informacji o jego emisji. Szerzej: G.S. Bae, J. Jeong, H.L. Sun, A.P. Tang, *op. cit.* s. 349–350.

75 Przyjmuje się, że jeżeli prawdopodobieństwo realizacji opcji konwersji przez obligatariuszy jest wyższe niż 60%, to obligacje traktowane są jak kapitał własny, a jeżeli niższe niż 40%, to jak zwykły dług. Spółka może wyemitować obligacje zamienne *equity-like* np. wydłużając okres konwersji, co zwiększa szansę zamiany długu na udziały emitenta. Szerzej: C.M. Lewis, R.J. Rogalski, J.K. Seward, *Is Convertible Debt...*, s. 4; C.M. Lewis, R.J. Rogalski, J.K. Seward, *Industry Conditions...*, s. 159–160.

76 D. Yaman, *Convertible Bond Design and Long-Run Operating Performance*, „The International Journal of Business and Finance Research” 2011, vol. 4(3), s. 19.

wyniki gorsze. Przypuszczenie to nie zostało jednak potwierdzone przez wyniki badań empirycznych. J. Goh i W. Xie dostrzegli, że rentowność emitentów długu hybrydowego *equity-like* jest po jego emisji wyraźnie niższa niż spółek wykorzystujących obligacje *debt-like*⁷⁷, a D. Yaman przekonuje, że rentowność obydwu typów emitentów jest podobna zarówno przed, jak i po emisji obligacji zamiennych⁷⁸. Brak jednoznacznych wniosków w tym zakresie wymaga przeprowadzenia dalszych badań w celu rozwiązania tej wątpliwej kwestii⁷⁹.

3.3. Emisja obligacji zamiennych w innych koncepcjach teoretycznych

Teoretyczne przesłanki emisji obligacji zamiennych przez przedsiębiorstwa nie ograniczają się tylko do zagadnień związanych z asymetrią informacji i konfliktami agencji, chociaż należy podkreślić, że największa liczba opracowań dotyczy właśnie tych dwóch teorii. Równoległe do nich badacze chcieli poznać inne motywy, którymi kierują się podmioty gospodarcze, decydując się na wykorzystanie długu hybrydowego.

Jedna z takich koncepcji wiąże się z korzyściami podatkowymi. Zdaniem P. Jalan i G. Barone-Adesiego menedżerów i obligatariuszy łączy wspólny cel, jakim jest obniżenie zobowiązań podatkowych przedsiębiorstwa⁸⁰. Do momentu realizacji opcji konwersji przez inwestorów obligacje zamienne są traktowane jak zwykły dług, dlatego wykorzystanie

77 J. Goh, W. Xie, *Is Convertible Bond Offering a Backdoor Equity Offering?* 2009, http://www.wise.xmu.edu.cn/uncc-wise/files/ProgramPapers/XIE_Wei.pdf (dostęp: 05.08.2016).

78 D. Yaman, *op. cit.*, s. 17–30.

79 Podobne wyniki otrzymano w analizach dotyczących emitentów obligacji zwykłych i akcji. G. Bae, J. Jeong, H. Sun i A. Tang potwierdzili, że w okresie przedemisyjnym emitenci akcji osiągają lepsze wyniki finansowe od emitentów długu, jednak po emisji tych instrumentów odnotowują wyniki gorsze. Z kolei R. Hansen i C. Crutchley oraz R. McLaughlin, A. Safieddine i G. Vasudevan dostrzegli, że po przeprowadzeniu emisji poziom rentowności zarówno emitentów długu, jak i akcji, ulega wyraźnemu obniżeniu. Zob. G.S. Bae, J. Jeong, H.L. Sun, A.P. Tang, *op. cit.*, s. 337–352; R. Hansen, C. Crutchley, *op. cit.*, s. 347–371; R. McLaughlin, A. Safieddine, G.K. Vasudevan, *The Information Content of Corporate Offerings of Seasoned Securities: An Empirical Analysis*, „Financial Management” 1998, vol. 27(2), s. 31–45.

80 P. Jalan, G. Barone-Adesi, *Equity Financing and Corporate Convertible Bond Policy*, „Journal of Banking and Finance” 1995, vol. 19(2), s. 187–206.

mechanizmu tarczy podatkowej może przyczynić się do wzrostu rynkowej kapitalizacji spółki. Jest to szczególnie ważne dla posiadaczy obligacji, którzy, oprócz gwarancji stałego przyływu gotówki w postaci odsetek, mają prawo do partycypacji we wzroście ceny akcji firmy. Ponadto zakup obligacji zamiennych jest dla inwestorów bardziej opłacalny niż kupno udziałów przedsiębiorstwa, nawet przy założeniu wypłaty dywidendy, ponieważ jej wysokość może być każdego roku inna, a często w ogóle nie jest wypłacana⁸¹. Dlatego dla obligatariuszy kluczowa jest różnica między wysokością oprocentowania długu hybrydowego a stopą dywidendy oferowanej z akcji zwykłych (*yield advantage*). Z kolei dla menedżerów ważna jest wysokość zobowiązań odsetkowych pomniejszona o wartość należnego podatku dochodowego.

Interesy obydwu stron różnią się jednak wobec optymalnej polityki przedterminowego umorzenia długu. Menedżerowie dążą do jak najszybszego wymuszenia konwersji, która pozbawia obligatariuszy wartościowej opcji zamiany i przyczynia się do maksymalizacji bogactwa akcjonariuszy, ale jego wzrost jest równoważony przez utratę przez przedsiębiorstwo korzyści z tytułu tarczy podatkowej. Z kolei obligatariusze tracą w wyniku realizacji opcji *call* prawo do udziału we wzroście ceny akcji emitenta i regularnych płatności odsetkowych. Przedterminowe umorzenie długu powinno więc uwzględniać oczekiwania zarówno udziałowców, jak i posiadaczy obligacji i zostać przeprowadzone w momencie, w którym strata akcjonariuszy ze spadku rynkowej wartości kapitału własnego firmy na skutek wykorzystania klauzuli *call* będzie niższa od wartości bogactwa utraconego w jej wyniku przez obligatariuszy⁸².

Większość badań nad wykorzystaniem obligacji zamiennych koncentruje się na przesłankach ich emisji wyłącznie z punktu widzenia emitentów, zupełnie ignorując przy tym wpływ strony popytu. C. Lewis, R. Rogalski i J. Seward przekonują, że dług hybrydowy może pomóc spółkom w pozyskaniu funduszy w warunkach niedoboru kapitału wywołanego niechęcią inwestorów do jego udostępniania⁸³. Zjawisko to nosi nazwę „racjonowania” kapitału (*capital rationing*). Jeżeli dotyczy ono ograniczeń w dostępie do kredytu, mówi się o „racjonowaniu” kapitału obcego (*credit rationing*). Jeśli inwestorzy nie są skłonni do nabywania emitowanych akcji, nosi to nazwę „racjonowania” kapita-

81 Dla inwestorów alternatywą dla długu hybrydowego mogłoby być kupno zwykłych obligacji i opcji kupna na akcje emitenta. Niedoskonałość rynku sprawia jednak, że ponieśliby oni niewspółmiernie wyższe koszty i ryzyko inwestycyjne w porównaniu z nabyciem obligacji zamiennych. Zob. *ibidem*, s. 192.

82 Szerzej na ten temat w: *ibidem*, s. 187–206.

83 C.M. Lewis, R.J. Rogalski, J.K. Seward, *The Long-Run Performance...*, s. 447–474.

łu własnego (*equity rationing*)⁸⁴. Dzięki emisji obligacji zamiennych przedsiębiorstwa otrzymują warunkowy dostęp do kapitału własnego, który jest uzależniony od realizacji opcji konwersji przez obligatariuszy. W ten sposób zostaje rozwiązany problem „racjonowania” kapitału własnego. Z kolei perspektywa zamiany długu na udziały spółki zachęca uczestników rynku do udzielenia kredytu, co eliminuje zjawisko „racjonowania” kapitału obcego.

Problem „racjonowania” kapitału można rozpatrywać także w kontekście działalności funduszy hedgingowych. Według różnych szacunków trafia do nich co druga obligacja zamienna wyemitowana na rynku wtórnym i siedem na dziesięć obligacji na rynku pierwotnym⁸⁵. Fundusze te bardzo często są dla podmiotów gospodarczych jedynym potencjalnym kapitałodawcą, szczególnie w okresie utrudnionego dostępu do kapitału własnego, co może wynikać m.in. z wysokich kosztów emisji akcji, dużej zmienności cen akcji na rynku giełdowym lub nadmiernego ryzyka finansowego i operacyjnego emitenta⁸⁶. Dla funduszy hedgingowych są to warunki idealne do przeprowadzenia zyskowych transakcji arbitrażowych na instrumentach hybrydowych, dlatego tak chętnie nabywają emitowane przez spółki obligacje zamienne.

84 J. Stiglitz i A. Weiss oraz D. de Meza i D. Webb zauważyli, że zjawisko „racjonowania” kapitału obcego występuje w warunkach asymetrii informacji między przedsiębiorstwem a otoczeniem zewnętrznym, dotyczącej ryzyka realizowanego projektu inwestycyjnego. D. de Meza i D. Webb dostrzegli, że asymetria informacji odnośnie do poziomu przychodów spółki wywołuje problem „racjonowania” kapitału własnego. T. Hellmann i J. Stiglitz przeanalizowali sytuację, w której asymetria informacji wobec ryzyka inwestycji i przyszłych dochodów emitenta występuje jednocześnie i stwierdzili, że zjawiska „racjonowania” kapitału własnego i „racjonowania” kapitału obcego mogą zaistnieć w tym samym czasie. Zob. J. Stiglitz, A. Weiss, *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*, „American Economic Review” 1981, vol. 71(3), s. 393–410; D. De Meza, D. Webb, *Too Much Investment: A Problem of Asymmetric Information*, „The Quarterly Journal of Economics” 1987, vol. 102(2), s. 281–92; T. Hellmann, J. Stiglitz, *Credit and Equity Rationing in Markets with Adverse Selection*, „European Economic Review” 2000, vol. 44(2), s. 281–304.

85 I. Loncarski, J. ter Horst, C. Veld, *The Rise and Demise of the Convertible Arbitrage Strategy*, „Financial Analyst Journal” 2009, vol. 65(5), s. 35.

86 S. Brown, B. Grundy, C. Lewis i P. Vermijweren pokazali, że na sprzedaż obligacji zamiennych funduszom hedgingowym decydują się przedsiębiorstwa, dla których koszty emisji akcji są zbyt wysokie. W celu zwiększenia prawdopodobieństwa zamiany długu na swoje udziały, ustalają one relatywnie niższą cenę konwersji. Autorzy dostrzegli także, że fundusze hedgingowe unikają kupna obligacji z wbudowaną opcją *call*. Zob. S. Brown, B. Grundy, C. Lewis, P. Verwijmeren, *Convertibles and Hedge Funds as Distributors of Equity Exposure*, „Review of Financial Studies” 2012, vol. 25(10), s. 3077–3112.

Aby zabezpieczyć swoje pozycje długie na obligacjach, fundusze przeprowadzają transakcje krótkiej sprzedaży akcji emitenta, co wywołuje dużą presję na spadek ich cen. Jest to szczególnie niepożądane w momencie upublicznienia przez firmę informacji o emisji długu hybrydowego, która na ogół także wiąże się z umiarkowanie negatywną reakcją rynku⁸⁷. W celu złagodzenia tego efektu wiele przedsiębiorstw dokonuje jednoczesnego wykupu własnych walorów. W języku finansistów transakcja ta nosi nazwę *happy meal*⁸⁸. Jej pierwszy etap polega na sprzedaży przez firmę obligacji zamiennych funduszowi hedgingowemu. Następnie, fundusz dokonuje krótkiej sprzedaży akcji emitenta, które są kupowane przez firmę⁸⁹.

Okazuje się, że emisja obligacji zamiennych może także łączyć się z poziomem ładu korporacyjnego firmy. Wiele badań wskazuje, że poziom norm i zasad zarządzania organizacją może stanowić narzędzie, które pomaga spółce w wyeliminowaniu występujących w niej konfliktów agencji i w złagodzeniu asymetrii informacji pomiędzy przedsiębiorstwem a jego otoczeniem zewnętrznym, czyli może pełnić podobną funkcję jak dług hybrydowy⁹⁰. Takie spostrzeżenie pozwoliło M. Dutordoir, N. Strongowi

87 E. Duca, M. Dutordoir, C. Veld i P. Verwijmeren zaobserwowali, że w latach 1984–1999 średnia stopa zwrotu z akcji emitenta w okolicach dnia upublicznienia przez niego informacji o emisji obligacji zamiennych wynosiła –1,69%, natomiast w latach 2000–2008 była ponad dwukrotnie niższa: –4,59%. Autorzy łączą tę zmianę ze zwiększeniem aktywności funduszy hedgingowych. Po upadku banku inwestycyjnego Lehman Brothers we wrześniu 2008 r., odnotowano jeszcze większy spadek cen akcji emitentów obligacji zamiennych, który wyniósł aż –9,12% (zob. E. Duca, M. Dutordoir, C. Veld, P. Verwijmeren, *Why Are Convertible Bond Announcements Associated with Increasingly Negative Issuer Stock Returns? An Arbitrage-Based Explanation*, „Journal of Banking and Finance” 2012, vol. 36(11), s. 2884–2899). D. Choi, M. Getmansky, B. Henderson i H. Tookes zauważyli, że zakaz krótkiej sprzedaży akcji w Stanach Zjednoczonych między wrześniem a październikiem 2008 r. spowodował zmniejszenie zainteresowania funduszy wysokiego ryzyka kupnem obligacji zamiennych (zob. D. Choi, M. Getmansky, B. Henderson, H. Tookes, *Convertible Bond Arbitrageurs as Suppliers...*, s. 2492–2522).

88 M. Levine, *Happy Meal Convertible Offerings Make People Angry*, 20.08.2013 <http://dealbreaker.com/2013/08/happy-meal-convertible-offerings-make-people-angry> (dostęp: 05.08.2016).

89 A. De Jong, M. Dutordoir, P. Verwijmeren, *Why Do Convertible...*, *op. cit.*, s. 114–129; L. Rappaport, *Happy meal satisfy firms, hedge funds*, 28.06.2006, <http://www.thestreet.com/story/10294031/1/happy-meals-satisfy-firms-hedge-funds.html> (dostęp: 05.08.2016).

90 Badania empiryczne potwierdzają, że poziom ładu korporacyjnego może pomóc spółkom w złagodzeniu negatywnych efektów asymetrii informacji i konfliktów agencji. R. Masulis, C. Wang i F. Xie wykazali, że odpowiedni poziom zasad i norm zarządzania organizacją powstrzymuje menedżerów przed ryzykownymi transakcjami przejęć innych podmiotów, które mogą obniżyć rynkową wartość spół-

i M. Zieganowi na wysunięcie tezy, że spółki mogą traktować obligacje zamienne jako substytut dla wprowadzenia mechanizmów i procedur, które podnoszą poziom ładu korporacyjnego organizacji⁹¹. Pokazali oni, że im niższy jest poziom ładu organizacyjnego w firmie, tym częściej menedżerowie decydują się na emisję długu zamiennego. Dowodem na pozytywny wpływ emisji obligacji zamiennych na obniżenie poziomu asymetrii informacji są relatywnie mniejsze spadki cen akcji po upublicznieniu informacji o sprzedaży długu hybrydowego w firmach o niskim poziomie ładu korporacyjnego.

3.4. Wykorzystanie obligacji zamiennych w praktyce gospodarczej

W kolejnej części rozdziału skonfrontowano teoretyczne przesłanki wykorzystania obligacji zamiennych przez przedsiębiorstwa z praktyką rynkową. Rzeczywiste przyczyny emisji tych papierów wartościowych mogą bowiem różnić się od motywów zaproponowanych przez badaczy akademickich. Pierwsze analizy zostały przeprowadzone już w połowie lat 50. XX w. Na podstawie wyników otrzymanych przez C. Pilchera, E. Brighama i J. Hoffmeistera można wysunąć wniosek, że większość menedżerów traktuje obligacje zamienne, przede wszystkim, jako instrument

ki. W. Lin i S. Chang udowodnili, że wyższy poziom ładu korporacyjnego wpływa pozytywnie na wartość przedsiębiorstwa w momencie wprowadzenia na rynek nowych produktów. S. Bhojraj i P. Sengupta oraz R. Anderson, S. Mansi i D. Rebb zaobserwowali, że skutkuje on niższym oprocentowaniem i wyższą oceną ratingową emitowanego długu. J. Becker-Blease i A. Irani sugerują, że przyczynia się on do mniejszego spadku wartości walorów emitenta po upublicznieniu informacji o emisji akcji. Zob. R. Masulis, C. Wang, F. Xie, *Corporate Governance and Acquirer Returns*, „Journal of Finance” 2007, vol. 62(4), s. 1851–1889; Lin W.C., Chang S.C., *Corporate Governance and the Stock Market Reaction to New Product Announcements*, „Review of Quantitative Finance and Accounting” 2012, vol. 39(2), s. 273–291; S. Bhojraj, P. Sengupta, *Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors*, „The Journal of Business” 2003, vol. 76(3), s. 455–476; R.C. Anderson, S.A. Mansi, D.M. Reeb, *Board Characteristics, Accounting Report Integrity, and the Cost of Debt*, „Journal of Accounting and Economics” 2004, vol. 37(3), s. 315–342; J. Becker-Blease, A. Irani, *Do Corporate Governance Attributes Affect Adverse Selection Costs? Evidence from Seasoned Equity Offerings*, „Review of Quantitative Finance and Accounting” 2008, vol. 30(3), s. 281–296.

91 M. Dutordoir, N. Strong, M.C. Ziegan, *Does Corporate Governance Influence Convertible Bond Issuance?*, „Journal of Corporate Finance” 2014, vol. 24(C), s. 80–100.

umożliwiający spółkom podwyższenie kapitału własnego z pewnym opóźnieniem wraz z gwarancją sprzedaży akcji z pewną premią do ich ceny rynkowej w momencie emisji długu hybrydowego lub jako tańszą formę pozyskania kapitału w porównaniu ze zwykłymi obligacjami korporacyjnymi⁹². Największą niedoskonałością przytoczonych badań była stosunkowo niewielka próba badawcza: analiza C. Pilchera i E. Brighama obejmowała jedynie dwudziestu dwóch emitentów obligacji zamiennych, a J. Hoffmeistersa – pięćdziesięciu pięciu. Nie powinno to jednak dziwić, ponieważ w tamtym czasie rynek hybrydowych instrumentów dłużnych znajdował się dopiero w początkowej fazie rozwoju, a liczba ich emisji nie przekraczała kilkunastu rocznie.

Na pierwsze badania ankietowe oparte na większej grupie respondentów należało poczekać aż do połowy lat 90. XX w. Główne źródło wiedzy na temat praktycznych motywów wykorzystania długu zamiennego stanowią cztery opracowania: R. Billingsleya i D. Smitha⁹³ (rynek amerykański), J. Grahama i C. Harveya⁹⁴ (rynek amerykański) oraz F. Bancela i U. Mittoa⁹⁵ (jedna praca na temat rynku europejskie-

92 W badaniu przeprowadzonym przez C. Pilchera dla 82% menedżerów emisja długu hybrydowego stanowi alternatywę dla emisji akcji. W analizie E. Brighama wskazywało na to 68% ankietowanych, natomiast jedynie 27% uważa, że obligacje zamienne są dla nich substytutem zwykłego długu. W badaniu J. Hoffmeistersa 70% respondentów traktuje dług zamienny jako okazję do podwyższenia kapitału z pewnym opóźnieniem, a 58% przyznaje, że wykorzystuje go do obniżenia kosztów finansowych. Zob. C.J. Pilcher, *op. cit.*, vol. 21(2); E.F. Brigham, *op. cit.*, s. 35–54; J.R. Hoffmeister, *op. cit.*, s. 23–32.

93 Próba badawcza obejmowała 88 emitentów obligacji zamiennych. Zob. R.S. Billingsley, D.M. Smith, *Why Do Firms Issue Convertible Debt?*, „Financial Management” 1996, vol. 25(2), s. 93–99.

94 Badanie dotyczyło problematyki struktury kapitału, kosztu kapitału i budżetowania kapitałowego. Spośród 392 respondentów wyodrębniono menedżerów, którzy przeprowadzili w swoich spółkach emisję obligacji zamiennych. Zob. J.R. Graham, C. Harvey, *The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field*, „Journal of Financial Economics” 2001, vol. 60(2–3), s. 187–243.

95 Próba badawcza obejmowała 229 przedsiębiorstw, mających swoją siedzibę w szesnastu krajach europejskich, z czego najwięcej we Francji (33,2%), Wielkiej Brytanii (18,8%) i Szwajcarii (13,5%). W swoim drugim badaniu autorzy przeanalizowali determinanty wyboru struktury kapitału przez spółki amerykańskie i europejskie. Badana zbiorowość obejmowała 707 przedsiębiorstw ze Stanów Zjednoczonych i z 16 państw europejskich, m.in. z Wielkiej Brytanii, Francji, Niemiec i krajów skandynawskich (zob. F. Bancel, U.R. Mittoo, *Why Do European Firms Issue Convertible Debt?*, „European Financial Management” 2004, vol. 10(2), s. 339–373; F. Bancel, U.R. Mittoo, *Cross-Country Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms*, „Financial Management” 2004, vol. 33(4), s. 103–132).

go, jedna o rynku amerykańskim)⁹⁶. Otrzymane wyniki były w dużej mierze zbieżne z wnioskami badań z lat 50., 60. i 70., ale jednocześnie dostrzeżono silny wpływ nowych koncepcji teoretycznych opracowanych przez badaczy od początku lat 80. Zidentyfikowano też inne motywy emisji obligacji zamiennych, które nie łączą się z żadnymi z teoriami naukowymi, tylko wynikają z rynkowego doświadczenia członków zarządu, ich wycucia rynku i ze zwykłego pragmatyzmu. Podsumowanie rezultatów najważniejszych badań jakościowych znajduje się w tabeli 3.2. Zestawiono w niej najczęściej wskazywane przez menedżerów przyczyny wykorzystania długu hybrydowego wraz z nazwiskami autorów koncepcji teoretycznych, z którymi są powiązane. Podano procentową wartość odpowiedzi, w których członkowie kadry kierowniczej uznali określoną przesłankę emisji długu zamiennego za „ważną” lub „bardzo ważną”.

Wyniki przeprowadzonych badań ankietowych wskazują, że dla zdecydowanej większości menedżerów jedną z najważniejszych zalet obligacji zamiennych jest ich niższe oprocentowanie w porównaniu ze zwykłymi obligacjami, co pozwala spółkom na obniżenie kosztów obsługi zadłużenia i zwiększenie zdolności kredytowej. Motyw ten jest jednak słusznie traktowany przez badaczy akademickich jako truizm, dlatego wokół niego nie powstały żadne znaczące koncepcje teoretyczne.

Kolejną przesłanką emisji obligacji zamiennych wskazywaną przez kadrę menedżerską jest możliwość podwyższenia kapitału własnego z pewnym opóźnieniem, co wiąże się z koncepcją J. Steina. Dla większości respondentów jest to korzystne ze względu na uniknięcie emisji niedowartościowanych akcji oraz odsunięcie w czasie i złagodzenie spadku zysku przypadającego na jedną akcję na skutek konwersji długu.

96 Podobny charakter miało badanie ankietowe przeprowadzone przez D. Brounena, A. de Jong i K. Koedijka na przedstawicielach 313 firm brytyjskich, holenderskich, niemieckich i francuskich, na temat problematyki struktury kapitału podmiotów gospodarczych. Z grupy tej wyodrębniono menedżerów, którzy przeprowadzili emisję długu hybrydowego. Ich odpowiedzi skonfrontowano z rezultatami badań jakościowych przeprowadzonych na firmach amerykańskich. Nie wykazano większych różnic w motywach emisji obligacji zamiennych między dwoma kontynentami (zob. D. Brounen, A. de Jong, K. Koedijk, *Capital Structure Policies in Europe: Survey Evidence*, „Journal of Banking and Finance” 2006, vol. 30(5), s. 1409–1442). Warto wspomnieć także o badaniu przeprowadzonym przez W. Drobetza, M. Grünigera i C. Wöhle na 99 spółkach niemieckich, austriackich i szwajcarskich. Jego wyniki zasadniczo nie różnią się od analiz przeprowadzonych w innych krajach (zob. W. Drobetz, M.C. Grüniger, C.B. Wöhle, *Warum begeben Unternehmen Wandelanleihen?*, „Swiss Journal of Economics and Statistics” 2006, vol. 142(III), s. 331–365).

Tabela 3.2. Podsumowanie badań jakościowych nad motywami wykorzystania obligacji zamiennych przez przedsiębiorstwa

Badanie jakościowe		Billingsley i Smith (1996)	Graham i Harvey (2001)	Bancel i Mittoo (2004a)	Bancel i Mittoo (2004b)
Wielkość próby		88	392*	229	707*
Motywy emisji w świetle koncepcji teoretycznych – procentowa ilość pozytywnych odpowiedzi					
A. Podwyższenie kapitału własnego z pewnym opóźnieniem	Stein (1992)	84	58	86	57
B. Niższy kupon w porównaniu ze zwykłymi obligacjami korporacyjnymi	<i>brak związku z koncepcjami teoretycznymi</i>	86	41	72	36
C. Sygnał dla uczestników rynku odnośnie do przyszłych możliwości inwestycyjnych	Mayers (1998)	X	X	55	X
D. Chęć uniknięcia rozwodnienia kapitału własnego w krótkim terminie	<i>brak związku z koncepcjami teoretycznymi</i>	X	45	48	51
E. Uniknięcie emisji niedowartościowanych akcji	Stein (1992)	45	50	35	51
F. Możliwość wymuszenia przedterminowej konwersji (opcja <i>call</i>)	Stein (1992), Mayers (1998),	X	48	28	55
G. Znalezienie nabywców długu w warunkach asymetrii informacji	Brennan i Schwartz (1988)	X	43	21	26
H. Możliwość wykorzystania tarczy podatkowej	Jalan i Barone-Adesi (1995)	X	X	21	X
I. Elastyczność finansowania przyszłych projektów inwestycyjnych o niepewnej rentowności	Mayers (1998)	X	X	18	X
J. Chęć złagodzenia konfliktów agencji między akcjonariuszami a obligatariuszami	Green (1984)	6	2	3	5
K. Zabezpieczenie przed wrogimi przejęciami	Isagawa (2002)	X	X	0	X

* Spośród badanej grupy przedsiębiorstw wytypowano spółki, które przeprowadziły emisję obligacji zamiennych

Źródło: opracowanie własne na podstawie: F. Bancel, U.R. Mittoo, *Cross-Country Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms*, „Financial Management” 2004, vol. 33(4), s. 103–132; F. Bancel, U.R. Mittoo, *Why Do European Firms Issue Convertible Debt?*, „European Financial Management” 2004, vol. 10(2), s. 339–373; R.S. Billingsley, D.M. Smith, *Why Do Firms Issue Convertible Debt?*, „Financial Management” 1996, vol. 25(2), s. 93–99; J.R. Graham, C. Harvey, *The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field*, „Journal of Financial Economics” 2001, vol. 60(2–3), s. 187–243.

Pewna grupa ankietowanych wskazuje, że emisja długu zamiennego jest ich odpowiedzią na przewartościowanie walorów spółki, ponieważ gwarantuje ona sprzedaż nowych akcji po z góry ustalonej cenie⁹⁷. Zarząd nie powinien jednak zakładać powodzenia konwersji *a priori*, ponieważ obligacje mogą pozostać „poza ceną” do końca okresu konwersji. Nie można więc wykluczyć, że menedżerom zupełnie nie zależy na podwyższeniu kapitału własnego, co w badaniu F. Bancel i U. Mittoo sygnalizuje co trzeci respondent⁹⁸. Okazuje się, że połowa respondentów decyduje się na emisję obligacji zamiennych w warunkach niskiego poziomu rynkowych stóp procentowych, czyli chce wykorzystać te instrumenty do obniżenia kosztów obsługi zadłużenia⁹⁹, a jedna piąta emituje dług hybrydowy ze względu na korzyści wynikające z tarczy podatkowej¹⁰⁰.

Jeżeli jednak menedżerom zależy na podwyższeniu kapitału własnego w wyniku konwersji długu, to powinni być przekonani, że w okresie konwersji obligacje będą „w cenie”. Byłoby to zgodne z koncepcją J. Steina, który zasugerował, że emisja długu hybrydowego stanowi dla uczestników rynku pozytywny sygnał na temat przyszłej sytuacji finansowej emitenta. Teza ta znajduje potwierdzenie w wynikach przeprowadzonych badań ankietowych. R. Billingsley i D. Smith zauważyli, że w momencie emisji obligacji zamiennych niemal wszyscy respondenci przewidują sytuację ekonomiczną swojej spółki jako „dobrą”, „bardzo dobrą” lub „znakomitą”, zarówno w perspektywie krótkoterminowej (92% respondentów), jak i długoterminowej (95% respondentów)¹⁰¹.

Praktyka gospodarcza wskazuje również na słuszność koncepcji finansowania sekwencyjnego D. Mayersa. Prawie jedna piąta ankietowanych traktuje dług hybrydowy jako instrument zwiększający elastyczność zarządu w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych dotyczących finansowania przyszłych projektów o niepewnej rentowności¹⁰². Ponad połowa z nich uważa, że emisja obligacji zamiennych może stanowić dla uczestników rynku sygnał o przyspieszeniu procesu inwestycyjnego realizowanego przez przedsiębiorstwo¹⁰³.

Warto podkreślić, że w teoriach J. Steina i D. Mayersa kluczową rolę odgrywa klauzula *call*, która umożliwia emitentowi wymuszenie

97 F. Bancel, U.R. Mittoo, *Why Do European Firms Issue Convertible Debt?*, „European Financial Management” 2004, vol. 10(2), s. 372; R.S. Billingsley, D.M. Smith, *op. cit.*, s. 97.

98 F. Bancel, U.R. Mittoo, *Why Do European...*, s. 374.

99 *Ibidem*, s. 339–373.

100 *Ibidem*.

101 R.S. Billingsley, D.M. Smith, *op. cit.*, s. 97.

102 F. Bancel, U.R. Mittoo, *Why Do European...*, s. 339–373.

103 *Ibidem*.

przedterminowej konwersji na obligatariuszach w najbardziej dogodnym dla niego momencie. Zrealizowanie tej opcji pozwala spółce na pełne wykorzystanie zalet finansowania hybrydowego. Połowa menedżerów traktuje to jako istotny czynnik determinujący wybór tego źródła kapitału¹⁰⁴.

Wysoką pozycję w hierarchii przyczyn wykorzystania obligacji zamiennych przez podmioty gospodarcze zajmuje koncepcja M. Brenna i E. Schwartza, zgodnie z którą na ich emisję powinny decydować się spółki o trudnym do oszacowania przez rynek ryzyku finansowym i inwestycyjnym¹⁰⁵. Na uwagę zasługuje małe zrozumienie menedżerów dla teorii R. Greena, który uważa, że emisja obligacji zamiennych może pomóc firmom w złagodzeniu konfliktów agencji między akcjonariuszami i obligatariuszami, ponieważ ogranicza ona działania udziałowców nakierowane na maksymalizację własnego bogactwa kosztem wierzycieli¹⁰⁶. Może mieć to związek z niskim poziomem wiedzy kadry kierowniczej na temat teorii agencji i jej wpływu na funkcjonowanie przedsiębiorstwa¹⁰⁷. Równie nieistotnym dla menedżerów powodem emisji długu hybrydowego okazuje się chęć zabezpieczenia się przed transakcją wrogiego przejęcia, co zostało zasugerowane przez N. Isagawę¹⁰⁸.

Oprócz przesłanek wykorzystania obligacji zamiennych w świetle opracowanych koncepcji teoretycznych, ważną rolę odgrywają także motywy „praktyczne”, które wynikają ze znajomości realiów rynku przez kadrę zarządzającą i jej doświadczenia w zarządzaniu przedsiębiorstwem. Ich podsumowanie znajduje się w tabeli 3.3.

Wielu respondentów podkreśla, że emisja obligacji zamiennych jest efektem naśladowania innych spółek z branży, które z powodzeniem przeprowadziły ofertę ich sprzedaży w przeszłości¹⁰⁹. Może to wynikać

104 F. Bancel, U.R. Mittoo, *Cross-Country Determinants...*, s. 103–132; F. Bancel, U.R. Mittoo, *Why Do European...*, s. 339–373; J.R. Graham, C. Harvey, *op. cit.*, s. 187–243.

105 *Ibidem*.

106 F. Bancel, U.R. Mittoo, *Cross-Country Determinants...*, s. 103–132; F. Bancel, U.R. Mittoo, *Why Do European...*, s. 339–373; R.S. Billingsley, D.M. Smith, *op. cit.*, s. 93–99; J.R. Graham, C. Harvey, *op. cit.*, s. 187–243.

107 M. Dong, M. Dutordoir i C. Veld przeprowadzili z przedstawicielami kadry menedżerskiej szereg wywiadów pogłębionych na temat motywów emisji obligacji zamiennych. Ich wyniki pozwalają przypuszczać, że większość menedżerów jest nieświadoma występowania konfliktów agencji w swoich przedsiębiorstwach. Badanie ankietowe zostało przeprowadzone na członkach zarządu 14 spółek australijskich, kanadyjskich i brytyjskich oraz 76 amerykańskich. Zob. M. Dong, M. Dutordoir, C. Veld, *Why Do Firms Really Issue Convertible Bonds? Evidence from the Field*, SSRN, 2013, <http://ssrn.com/abstract=1908476> (dostęp: 05.08.2016).

108 F. Bancel, U.R. Mittoo, *Why Do European...*, s. 339–373.

109 F. Bancel, U.R. Mittoo, *Cross-Country Determinants...*, s. 103–132; F. Bancel, U.R. Mittoo, *Why Do European...*, s. 339–373; R.S. Billingsley, D.M. Smith, *op. cit.*, s. 93–99; J.R. Graham, C. Harvey, *op. cit.*, s. 187–243.

z braku dostatecznej wiedzy na temat zalet instrumentów hybrydowych w finansowaniu działalności podmiotów gospodarczych, dlatego niezbędne wydaje się śledzenie poczynań konkurencji. O wyborze długu zamiennego wielokrotnie decyduje również rekomendacja współpracującego z emitentem banku inwestycyjnego¹¹⁰.

Tabela 3.3. „Praktyczne” motywy emisji długu zamiennego przez podmioty gospodarcze

Badanie jakościowe	Billingsley i Smith (1996)	Graham i Harvey (2001)	Bancel i Mittoo (2004a)	Bancel i Mittoo (2004b)
Wielkość próby	88	392*	229	707*
Motywy emisji – procentowa ilość pozytywnych odpowiedzi				
A. Niższy kupon w porównaniu ze zwykłymi obligacjami	86	41	72	36
B. Chęć uniknięcia rozwodnienia kapitału własnego w krótkim terminie	X	45	48	51
C. Inne firmy z branży z powodzeniem wyemitowały obligacje zamienne	44	12	14	19
D. Mniej restrykcyjne warunki emisji w porównaniu ze zwykłymi obligacjami	X	X	34	X
E. Nie wymagają uzyskania oceny ratingowej	X	X	25	X
F. Możliwość zbycia udziałów spółki córki	1	X	X	X
G. Rekomendacja banku inwestycyjnego	36	X	X	X
H. Poszerzenie kręgu inwestorów i możliwość pojawienia się na rynkach zagranicznych	X	X	18	X

* Spośród badanej grupy przedsiębiorstw wytypowano spółki, które przeprowadziły emisję obligacji zamiennych

Źródło: opracowanie własne na podstawie: F. Bancel, U.R. Mittoo, *Cross-Country Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms*, „Financial Management” 2004, vol. 33(4), s. 103–132; F. Bancel, U.R. Mittoo, *Why Do European Firms Issue Convertible Debt?*, „European Financial Management” 2004, vol. 10(2), s. 339–373; R.S. Billingsley, D.M. Smith, *Why Do Firms Issue Convertible Debt?*, „Financial Management” 1996, vol. 25(2), s. 93–99; J.R. Graham, C. Harvey, *The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field*, „Journal of Financial Economics” 2001, vol. 60(2–3), s. 187–243.

110 R.S. Billingsley, D.M. Smith, *op. cit.*, s. 93–99.

Ponadto większość emisji obligacji zamiennych stanowią emisje prywatne, które wiążą się z mniej uciążliwymi formalnościami ze strony instytucji nadzorujących rynek¹¹¹ i nie wymagają uzyskania oceny ratingowej¹¹². W warunkach emisji na ogół znajdują się także mniej restrykcyjne klauzule w porównaniu ze zwykłym długiem, które mogą dotyczyć m.in. zakazu podwyższenia poziomu zadłużenia, ograniczeń w wypłacie dywidendy lub konieczności ustanowienia dodatkowych zabezpieczeń. Zgoda obligatariuszy na rezygnację z niekorzystnych dla emitentów zapisów najprawdopodobniej wynika z możliwości partycypowania przez nich we wzroście rynkowej wartości kapitału własnego spółki.

Z kolei emisja euroobligacji zamiennych pozwala przedsiębiorstwom na poszerzenie kręgu potencjalnych inwestorów poprzez możliwość uplasowania instrumentów dłużnych na wybranym rynku zagranicznym¹¹³. Menedżerowie zwrócili także uwagę na aspekt zbycia udziałów w podległych im spółkach córkach poprzez emisję obligacji wymiennych¹¹⁴.

3.5. Podsumowanie

Przyczyny emisji obligacji zamienne przez przedsiębiorstwa są przedmiotem zainteresowań badaczy już od połowy lat 50. XX w. Pierwsze analizy (m.in. C. Pilchera, E. Brigham i J. Hoffmeistera) wykazały, że spółki wykorzystują dług hybrydowy w szczególności do obniżenia kosztu pozyskania kapitału obcego w porównaniu ze zwykłymi obligacjami (*debt sweetener*) lub do uniknięcia emisji niedowartościowanych akcji i podniesienia kapitału własnego w późniejszym terminie (*delayed equity*).

Dynamiczny rozwój nauki o finansach pozwolił badaczom umiejscowić swoje rozważania w świetle bardziej skomplikowanych teorii, które dążyły do jak najlepszego opisanie rzeczywistości gospodarczej. Wielu autorów wskazało, że dług zamienny może być emitowany przez przedsiębiorstwa w celu złagodzenia zjawiska selekcji negatywnej wywołanego przez asymetrię informacji pomiędzy spółką a otoczeniem zewnętrznym, dotyczącą jej ryzyka operacyjnego i finansowego (m.in. M. Brennan i A. Kraus oraz M. Brennan i E. Schwartz) bądź jej rzeczywistej wartości rynkowej (m.in. J. Stein). Zdaniem innych badaczy, wykorzystanie obli-

111 F. Bancel, U.R. Mittoo, *Why Do European...*, s. 339–373.

112 *Ibidem*.

113 *Ibidem*.

114 R.S. Billingsley, D.M. Smith, *op. cit.*, s. 93–99.

gacji zamiennych pozwala na wyeliminowanie występujących w przedsiębiorstwach konfliktów agencji między akcjonariuszami i obligatariuszami (np. R. Green) oraz między akcjonariuszami a menedżerami (np. D. Mayers i N. Isagawa).

Wokół przesłanek emisji długu hybrydowego powstało także wiele koncepcji alternatywnych. Część z nich uwzględniała kwestie m.in. motywów podatkowych (np. P. Jalan i G. Barone-Adesi). Autorzy innych starali się udowodnić, że emisja obligacji zamiennych może stanowić dla spółek jedyne źródło pozyskania funduszy w warunkach utrudnionego dostępu do kapitału wywołanego niechęcią inwestorów do jego udostępniania, np. ze względu na niesprzyjające uwarunkowania gospodarcze (np. C. Lewis, R. Rogalski i J. Seward). Lukę tę z powodzeniem wypełniają fundusze hedgingowe, które przeprowadzają w warunkach dekoninkury zyskowe transakcje arbitrażowe na długu zamiennym (m.in. E. Duca, M. Dutordoir, C. Veld i P. Verwijmeren). Okazuje się także, że dług hybrydowy może stanowić dla podmiotów gospodarczych substytut dla wprowadzenia norm i zasad podnoszących ład korporacyjny w organizacji, które mają złagodzić toczące się w niej konflikty agencji (np. M. Dutordoir, N. Strong i M. Ziegan).

Badania jakościowe przeprowadzone wśród przedstawicieli kadry kierowniczej, która przeprowadziła w swoich spółkach emisję obligacji zamiennych, potwierdzają silny związek rozważań naukowych z praktyką rynkową (m.in. F. Bancel i U. Mittoo). Menedżerowie cenią finansowanie hybrydowe, przede wszystkim, za możliwość podwyższenia kapitału własnego „tylnymi drzwiami” i na zdecydowanie lepszych warunkach w porównaniu ze zwykłą sprzedażą akcji, zwiększenie elastyczności kadry kierowniczej w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych i prawo do wymuszenia przedterminowej konwersji na obligatariuszach. Wśród innych zalet długu hybrydowego, menedżerowie wymieniają możliwość emisji obligacji zamiennych z przeciętnie niższym oprocentowaniem i mniej restrykcyjnymi warunkami emisji w porównaniu z emisją zwykłych obligacji korporacyjnych, co wynika z uprawnienia obligatariuszy do partycypacji we wzroście rynkowej kapitalizacji spółki.

Zakończenie

Decyzje przedsiębiorstwa dotyczące wyboru źródeł finansowania są trudne i złożone. Udziałowcy mogą dokapitalizować spółkę w oparciu o fundusze własne, jak również zachęcić do finansowego zaangażowania w przedsiębiorstwo grupę zewnętrznych inwestorów (np. fundusze *private equity*). Jeżeli zapotrzebowanie na kapitał przekracza własne możliwości finansowe, spółka może podjąć decyzję o wykorzystaniu kapitału obcego i zdobyć brakujące środki od instytucji finansowych, np. poprzez zaciągnięcie kredytu bankowego. Innym rozwiązaniem dla przedsiębiorstwa jest pozyskanie funduszy z rynku kapitałowego poprzez emisję akcji lub sprzedaż obligacji korporacyjnych. W obu przypadkach jest to proces skomplikowany, długotrwały i kosztowny. Jego powodzenie jest w dużej mierze uzależnione od zmiennych uwarunkowań gospodarczych i stopnia rozwoju rynku kapitałowego w danym kraju. Przedsiębiorstwo może więc uznać debiut swoich papierów wartościowych na rynku regulowanym za wyjątkowo niekorzystny.

Wyobraźmy sobie spółkę, która planuje emisję akcji w okresie dekonunktury rynkowej. Istnieje wtedy duże ryzyko, że nowo emitowane akcje zostaną wycenione przez rynek zbyt nisko i spółka pozyska mniej środków niż pierwotnie zakładała. Może to przekreślić jej plany inwestycyjne, nawet jeżeli jej zarząd ocenia nowe projekty jako rentowne. Aby uniknąć tego problemu, kadra kierownicza może rozważyć emisję instrumentów dłużnych. Niesprzyjająca koniunktura gospodarcza i relatywnie wysokie ryzyko inwestycyjne emitenta mogą jednak doprowadzić do sytuacji, w której potencjalni inwestorzy będą domagali się wyższego oprocentowania w zamian za nabycie dłużnych papierów wartościowych. Menedżerowie mogą nie wyrazić zgody na wzrost kosztów obsługi zadłużenia i zrezygnować z pomysłu pozyskania kapitału poprzez emisję obligacji, albo ostatecznie podjąć decyzję o emisji długu z wyższym kuponem odsetkowym, ale kosztem rezygnacji z finansowania rentownych inwestycji.

Wydaje się, że przedsiębiorstwa mogą wyeliminować powyższe niedogodności, jeżeli zdecydują się na wykorzystanie hybrydowych instrumentów finansowych, łączących w sobie cechy kapitału własnego i obcego, a jednocześnie minimalizujących ich słabe strony. Najczęściej przyjmują one postać kapitału obcego, a ich kluczowym elementem jest wbudowana opcja konwersji, umożliwiającą inwestorom przeprowadzanie zamiany posiadanych instrumentów hybrydowych na określoną liczbę akcji emitenta z pewnym dyskontem do ich wartości rynkowej. Jest to dług zamienny na akcje. Przedsiębiorstwa mogą także wyemitować papiery wartościowe o charakterze typowo udziałowym, które są uprzywilejowane w zakresie dywidendy i które mogą zostać przez inwestorów zamienione na akcje zwykłe spółki. Są to uprzywilejowane akcje zamienne.

Jak założono, celem Autora niniejszej monografii było przedstawienie istoty najpopularniejszego dłużnego instrumentu hybrydowego wykorzystywanego przed przedsiębiorstwa na całym świecie, czyli obligacji zamiennych. Intencją Autora było zaprezentowanie mechanizmu wykorzystania długu zamiennego przez współczesne podmioty gospodarcze i omówienie funkcji, jaką pełni on w finansowaniu ich działalności. Ponadto, ze względu na różnorodność emitowanych hybrydowych instrumentów dłużnych, scharakteryzowano poszczególne ich rodzaje (m.in. zwykłe obligacje zamienne, zerokuponowe obligacje zamienne oraz obligacje przymusowo i warunkowo zamienne).

Emisja obligacji zamiennych może przynieść przedsiębiorstwom wiele korzyści. Po pierwsze, pozwala ona uniknąć emisji niedowartościowanych akcji i umożliwi podwyższenie kapitału własnego w późniejszym terminie i przy niższym poziomie jego „rozwodnienia”, na skutek realizacji opcji konwersji przez obligatariuszy.

Po drugie, przeprowadzenie konwersji przez posiadaczy obligacji zwalnia spółkę z obowiązku wykupu długu, która może przeznaczyć zaoszczędzone środki na bieżącą działalność i dalszy rozwój. Zmiana struktury pasywów poprawia zdolność kredytową przedsiębiorstwa i ułatwia mu pozyskanie dodatkowego kapitału z innych źródeł zewnętrznych.

Po trzecie, za sprawą wbudowanej opcji konwersji, która uprawnia obligatariuszy do partycypacji we wzroście rynkowej wartości kapitału własnego firmy, emitent długu hybrydowego może obniżyć koszty obsługi zadłużenia i ustalić mniej restrykcyjne warunki emisji w porównaniu ze zwykłymi obligacjami korporacyjnymi.

Po czwarte, poszczególne parametry emisji obligacji zamiennych, jak również mechanizm ich opcjonalnej konwersji, mogą zostać poddane odpowiedniej modyfikacji, które powodują, że emitenci będą lepiej wykorzystywać zalety finansowania hybrydowego. I tak, na przykład, obligacje wymienne mogą pomóc spółkom w zbyciu udziałów swoich spółek

córek, a także zostać wykorzystane w procesach prywatyzacyjnych przedsiębiorstw państwowych. Zerokuponowe obligacje zamienne umożliwiają firmom obniżenie kosztów obsługi zadłużenia. Obligacje mandatowe dają przedsiębiorstwom gwarancję podwyższenia kapitału własnego niezależnie od ich sytuacji finansowej i uwarunkowań gospodarczych. Z kolei mechanizm automatycznej konwersji w chwili zaistnienia ustalonego w warunkach emisji zdarzenia sprawia, że obligacje warunkowo zamienne mogą być wykorzystywane przez instytucje finansowe do zmiany struktury swoich pasywów w sytuacjach kryzysowych.

Motywy emisji długu zamiennego przez podmioty gospodarcze znajdują silne odzwierciedlenie w koncepcjach teoretycznych, które powstały na przestrzeni ostatnich siedemdziesięciu lat. Większość odnosi się do wykorzystania obligacji zamiennych w warunkach asymetrii informacji pomiędzy przedsiębiorstwem a jego otoczeniem zewnętrznym, dotyczącej ryzyka emitenta bądź jego rzeczywistej wartości rynkowej. Teoretycy przekonują, że emisja długu hybrydowego może wyeliminować zjawisko selekcji negatywnej i zapobiec sytuacji, w której spółki rezygnują z realizacji potencjalnie rentownych projektów inwestycyjnych. Drugi nurt badawczy dotyczy roli obligacji zamiennych w łagodzeniu konfliktów agencji, do których dochodzi między obligatariuszami, akcjonariuszami lub działającymi w ich imieniu menedżerami, m.in. na tle decyzji o zaangażowaniu w konkretne inwestycje lub wyboru określonych źródeł finansowania. Inne koncepcje teoretyczne związane z wykorzystaniem długu zamiennego przez podmioty gospodarcze obejmują m.in. kwestie motywów podatkowych, zjawisko „racjonowania” kapitału na rynku finansowym i zagadnienie ładu korporacyjnego.

Pomimo niewątpliwych zalet finansowania hybrydowego, obligacje zamienne nie są powszechnie wykorzystywanym instrumentem finansowym przez polskie przedsiębiorstwa. Dowodem może być jedynie kilkadziesiąt emisji długu hybrydowego przeprowadzonych w naszym kraju od początku lat 90. XX w. Wydaje się, że powstanie silnego rynku długu hybrydowego będzie naturalną konsekwencją rozwoju rodzimego rynku kapitałowego. W dużej mierze jest to uwarunkowane zmianą podejścia przedsiębiorców, którzy uswiadomią sobie, że kapitał obcy można pozyskać także poprzez rynek obligacji. Niezbędne jest zatem podjęcie działań edukacyjnych dla zapoznania przedsiębiorców z potencjalnymi zaletami finansowania instrumentami dłużnymi i przekonanie ich, że sprzedaż obligacji może być korzystnym sposobem zdobycia funduszy, który przyczyni się do dynamicznego rozwoju ich podmiotów gospodarczych.

Analiza i ocena hybrydowych instrumentów finansowych jest skomplikowana i złożona. Wynika to z trudnej do oszacowania wielkości rynku tych instrumentów oraz dostępu do szczegółowych danych dotyczących

sytuacji finansowej emitentów i dokładnych warunków emisji. Kwestia finansowania hybrydowego jest niezwykle istotna z punktu widzenia pozyskania kapitału przez współczesne przedsiębiorstwa. Badania nad tą tematyką bez wątpienia wymagają pogłębienia i kontynuacji. Większość analiz będzie opierać się głównie na czterech zagadnieniach: przyczynach emisji obligacji zamiennych przez przedsiębiorstwa, zmianach bogactwa akcjonariuszy w wyniku wykorzystania długu zamiennego przez spółki, konstrukcji obligacji zamiennych, tj. konkretnych opcjach i klauzulach określonych w warunkach emisji oraz wpływie popytu na emisję długu hybrydowego (np. ze strony funduszy hedgingowych).

Bibliografia

- Abhyankar A., Dunning A., *Wealth Effects of Convertible Bond and Convertible Preference Share Issues: an Empirical Analysis of the UK Market*, „Journal of Banking and Finance” 1999, vol. 23(7), s. 1043–1065.
- Abramowicz L., *Listen to the Debt Market*, Deutsche Bank, 11.06.2016., <http://www.bloomberg.com/gadfly/articles/2016-07-11/deutsche-bank-coco-bond-swoon-sends-a-warning> (dostęp: 05.08.2016.).
- Agarwal V., Fung W.H., Loon Y.C., Naik N.Y., *Risk and Return in Convertible Arbitrage: Evidence from the Convertible Bond Market*, „The Journal of Financial Economics” 2011, vol. 18(2), s. 175–194.
- Aitken M., Segara R., *Impact of Warrant Introductions on the Behaviour of Underlying Stocks: Australian Evidence*, „Accounting and Finance” 2005, vol. 45(1), s. 127–144.
- Akerlof G.A., *The Market for „Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, „The Quarterly Journal of Economics” 1970, vol. 84(3), s. 488–500.
- Alderson M.J., Betker B.L., Stock D.R., *Investment and Financing Activity Following Calls of Convertible Bonds*, „Journal of Banking and Finance” 2006, vol. 30(3), s. 895–914.
- Alkeböck P., Hagelin N., *The Impact of Warrant Introductions on the Underlying Stocks, with a Comparison to Stock Options*, „Journal of Futures Markets” 1998, vol. 18(3), s. 307–328.
- Altman E.I., *A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question*, „The Journal of Finance” 1984, vol. 39(4), s. 1067–1089.
- Ammann M., Fehr M., Seiz R., *New Evidence on the Announcement Effect of Convertible and Exchangeable Bonds*, „Journal of Multinational Financial Management” 2006, vol. 16, s. 43–63.
- Anderson R.C., Mansi S.A., Reeb D.M., *Board Characteristics, Accounting Report Integrity, and the Cost of Debt*, „Journal of Accounting and Economics” 2004, vol. 37(3), s. 315–342.
- Andrade G., Kaplan S.N., *How Costly is Financial (Not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed*, „The Journal of Finance” 1998, vol. 53(5), s. 1443–1493.
- Arcot S., *Participating Convertible Preferred Stock in Venture Capital Exits*, „Journal of Business Venturing” 2014, vol. 29(1), s. 72–87.
- Arzac E.R., *PERCs, DECs, and Other Mandatory Convertibles*, „Journal of Applied Corporate Finance” 1997, vol. 10(1), s. 54–63.
- Avdijev S., Kartasheva A., Bogdanova B., *CoCos: a Primer*, „BIS Quarterly Review”, 2013.
- Bae G.S., Jeong J., Sun H.L., Tang A.P., *Stock Returns and Operating Performance of Securities Issuers*, „Journal of Financial Research” 2002, vol. 25(3), s. 337–352.
- Bagella M., Becchetti L., *The Optimal financing Strategy of a High-Tech Firm: The Role of Warrants*, „Journal of Economic Behavior and Organization” 1998, vol. 35, s. 1–23.
- Bancel F., Mittoo U.R., *Cross-Country Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms*, „Financial Management” 2004, vol. 33(4), s. 103–132.
- Bancel F., Mittoo U.R., *Why Do European Firms Issue Convertible Debt?*, „European Financial Management” 2004, vol. 10(2), s. 339–373.
- Banneris J.C., Topsacalian P., *Convertible Bonds or Bonds with Warrants: An Approach Using Sequential Financing*, SSRN, 2010, <http://ssrn.com/abstract=1532833> (dostęp: 05.08.2016).
- Barber B., *Exchangeable Debt*, „Financial Management” 1993, vol. 22(2), s. 48–60.
- Baxter N.D., *Leverage, Risk of Ruin and the Cost of Capital*, „The Journal of Finance” 1967, vol. 22(3), s. 395–403.

- Bechmann K.L., *Short Sales, Price Pressure, and the Stock Price Response to Convertible Bond Calls*, „Journal of Financial Markets” 2004, vol. 7(4), s. 427–451.
- Becker-Blease J., Irani A., *Do Corporate Governance Attributes Affect Adverse Selection Costs? Evidence from Seasoned Equity Offerings*, „Review of Quantitative Finance and Accounting” 2008, vol. 30(3), s. 281–296.
- Betker B.L., *The Administrative Costs of Debt Restructuring: Some Recent Evidence*, „Financial Management” 1997, vol. 26(4), s. 56–68.
- Bhattacharya U., Dittmar A., *Costless Versus Costly Signaling: Theory and Evidence from Share Repurchases*, Working paper, Indiana University, Bloomington 2001.
- Bhojraj S., Sengupta P., *Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors*, „The Journal of Business” 2003, vol. 76(3), s. 455–476.
- Biliński P., Mohamed A., *The Signaling Effect of Durations between Equity and Debt Issues*, „Financial Markets, Institutions and Instruments” 2015, vol. 24(2–3), s. 159–190.
- Billingsley R.S., Lamy R.E., Smith D.M., *Units of Debt with Warrants: Evidence of the “Penalty-Free” Issuance of an Equity-Like Security*, „Journal of Financial Research” 1990, vol. 13(3), s. 187–199.
- Billingsley R.S., Smith D.M., *Why Do Firms Issue Convertible Debt?*, „Financial Management” 1996, vol. 25(2), s. 93–99.
- Bow M., *Is the market in European Coco bonds about to pop?* Independent, 11.02.2016, <http://www.independent.co.uk/news/business/analysis-and-features/is-the-market-in-european-coco-bonds-about-to-pop-a6866496.html> (dostęp: 05.08.2016.).
- Brennan M., Her C., *Convertible Bonds: Test of a Financial Signalling Model*, University of California at Los Angeles, Anderson Graduate School of Management from Anderson Graduate School of Management, UCLA, 1995.
- Brennan M., Kraus A., *Efficient Financing under Asymmetric Information*, „Journal of Finance” 1987, vol. 42(5), s. 1225–1243.
- Brennan M.J., Schwartz E.S., *Analyzing Convertible Bonds*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1980, vol. 15(4), s. 907–929.
- Brennan M.J., Schwartz E.S., *Convertible Bonds: Valuation and Optimal Strategies for Call and Conversion*, „Journal of Finance” 1977, vol. 32(5), s. 1699–1715.
- Brennan M.J., Schwartz E.S., *The Case for Convertibles*, „Journal of Applied Corporate Finance” 1988, vol. 1(2), s. 55–64.
- Brigham E.F., *An Analysis of Convertible Debentures: Theory and Some Empirical Evidence*, „The Journal of Finance” 1966, vol. 21(1), s. 35–54.
- Brounen D., Jong A. de, Koedijk K., *Capital Structure Policies in Europe: Survey Evidence*, „Journal of Banking and Finance” 2006, vol. 30(5), s. 1409–1442.
- Brown S., Grundy B., Lewis C., Verwijmeren P., *Convertibles and Hedge Funds as Distributors of Equity Exposure*, „Review of Financial Studies” 2012, vol. 25(10), s. 3077–3112.
- Burlacu R., *New Evidence on the Pecking Order Hypothesis: the Case of French Convertible Bonds*, „Journal of Multinational Financial Management” 2000, vol. 10(3–4), s. 439–459.
- Butler A.W., *Revisiting Optimal Call Policy for Convertibles*, „Financial Analyst Journal” 2002, vol. 58(1), s. 50–55.
- Calomiris C.W., Herring R.J., *How to Design a Contingent Convertible Debt Requirement That Helps Solve Our Too-Big-to-Fail Problem*, „Journal of Applied Corporate Finance” 2013, vol. 25(2), s. 39–62.
- Calomiris C.W., Herring R.J., *Why and How to Design a Contingent Convertible Debt Requirement*, SSRN, 2011, <http://ssrn.com/abstract=1815406> (dostęp: 05.08.2016).
- Chakraborty A., Yilmaz B., *Adverse Selection and Convertible Bonds*, „Review of Economic Studies” 2011, vol. 78(1), s. 148–175.
- Chan A.W.H., Chen N., *Convertible Bond Underpricing: Renegotiable Covenants, Seasoning, and Convergence*, „Management Science” 2007, vol. 53(11), s. 1793–1814.
- Chang S.C., Chen S.S., Liu Y., *Why Firms Use Convertibles: a Further Test of the Sequential-Financing Hypothesis*, „Journal of Banking and Finance” 2004, vol. 28(5), s. 1163–1183.
- Chemmanur T.J., Nandy D., Yan A., Jiao J., *A Theory of Mandatory Convertibles*, „Jour-

- nal of Banking and Finance” 2014, vol. 42, s. 352–370.
- Choi D., Getmansky M., Henderson B., Tookes H., *Convertible Bond Arbitrageurs as Suppliers of Capital*, „The Review of Financial Studies” 2010, vol. 23(6), s. 2492–2522.
- Choi D., Getmansky M., Tookes H., *Convertible Bond Arbitrage, Liquidity Externalities, and Stock Prices*, „The Journal of Financial Economics” 2009, vol. 91(2), s. 227–251.
- Chojnacka E., *Struktura kapitału spółek akcyjnych w Polsce w świetle teorii hierarchii źródeł finansowania*, CeDeWu, Warszawa 2012.
- Christensen D.G., Faria H.J., Kwok C.C.Y., Bremer M., *Does the Japanese Stock Market React differently to Public Security Offering Announcements Than the US Stock Market?*, „Japan and the World Economy” 1996, vol. 8(1), s. 99–119.
- Claessens S., Herring R.J., Schoenmaker D., *A Safer World Financial System: Improving the Resolution of Systemic Institutions*, International Center for Monetary and Banking Studies, Geneva 2010.
- Clarke M., Gannon G., Vinning R., *The Impact of Warrant Introduction: The Australian Experience*, „Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies” 2011, vol. 14(2), s. 213–269.
- Coffee J.C., *Systemic Risk After Dodd-Frank: Contingent Capital and the Need for Regulatory Strategies Beyond Oversight*, „Columbia Law Review” 2011, vol. 111(4), s. 795–847.
- Connolly K.B., *Pricing Convertible Bonds*, John Wiley & Sons, Chichester 1998.
- Constantinides G.M., Grundy B.D., *Optimal Investment with Stock Repurchase and Financing as Signals*, „Review of Financial Studies” 1989, vol. 2(4), s. 445–465.
- Cornelli F. Yoshida O., *Stage Financing and the Role of Convertible Securities*, „Review of Economic Studies” 2003, vol. 70(1), s. 1–32.
- Cosgrave J., *Do we need to worry about CoCo bonds?* 10.02.2016, <http://www.cnbc.com/2016/02/10/do-we-need-to-worry-about-coco-bonds.html> (dostęp: 05.08.2016).
- Cutler D.M., Summers L.H., *The Costs of Conflict Resolution and Financial Distress: Evidence From the Texaco-Pennzoil Litigation*, „The RAND Journal of Economics” 1988, vol. 19(2), s. 157–172.
- Da Rin M., Hellmann T.F., Puri M., *A Survey of Venture Capital Research*, NBER Working Paper No. 17523, 2011.
- Damodaran A., *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo Helion, Gliwice 2007.
- Danielova A.N., *When Do Firms Issue Exchangeable Debt?*, „Quarterly Journal of Finance and Accounting” 2011, vol. 50(2), s. 5–24.
- Danielova A.N., Smart S.B., *Stock Price Effects of Mandatory Exchangeable Debt*, „International Advances in Economic Research” 2012, vol. 18(1), s. 40–52.
- Danielova A.N., Smart S.B., Boquist J., *What Motivates Exchangeable Debt Offerings?*, „Journal of Corporate Finance” 2010, vol. 16(2), s. 159–169.
- Dann L.Y., Mikkelsen W.H., *Convertible Debt Issuance, Capital Structure Change and Financing-Related Information*, „Journal of Financial Economics” 1984, vol. 13(2), s. 157–186.
- Das S., *Structured Products and Hybrid Securities*, John Wiley & Sons, New York 2001.
- Davenport C., *Convertible Bonds. A Guide*, Citigroup, December 2003.
- De Jong A., Duca E., Dutordoir M., *Do Convertible Bond Issuers Cater to Investor Demand?*, „Financial Management” 2013, vol. 42(1), s. 41–78.
- De Jong A., Dutordoir M., Verwijmeren P., *Why Do Convertible Issuers Simultaneously Repurchase Stock? An Arbitrage-Based Explanation*, „Journal of Financial Economics” 2011, vol. 100(1), s. 113–129.
- De Meza D., Webb D., *Too Much Investment: A Problem of Asymmetric Information*, „The Quarterly Journal of Economics” 1987, vol. 102(2), s. 281–292.
- De Roon F., Veld C., *Announcement Effects of Convertible Bond Loans and Warrant-Bond Loans: An Empirical Analysis for the Dutch Market*, „Journal of Banking and Finance” 1998, vol. 22(12), s. 1481–1506.
- Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, PWN, Warszawa 2014.

- Dębski W., *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami przedsiębiorstwa*, PWN, Warszawa 2013.
- Dong M., Dutordoir M., Veld C., *Why Do Firms Really Issue Convertible Bonds? Evidence from the Field*, SSRN, 2013, <http://ssrn.com/abstract=1908476> (dostęp: 05.08.2016).
- Dorion C., François P., Grass G., Jeanneret A., *Convertible Debt and Shareholder Incentives*, „Journal of Corporate Finance” 2014, vol. 24, s. 38–56.
- Drobetz W., Grüninger M.C., Wöhle C.B., *Warum begeben Unternehmen Wandelanleihen?*, „Swiss Journal of Economics and Statistics” 2006, vol. 142(III), s. 331–365.
- Duca E., Dutordoir M., Veld C., Verwijmeren P., *Why Are Convertible Bond Announcements Associated with Increasingly Negative Issuer Stock Returns? An Arbitrage-Based Explanation*, „Journal of Banking and Finance” 2012, vol. 36(11), s. 2884–2899.
- Duffie D., *How Big Banks Fail And What to do About It*, Princeton University Press, New Jersey 2011.
- Duliniec A., *Finansowanie przedsiębiorstwa. Strategie i instrumenty*, PWE, Warszawa 2011.
- Duliniec A., *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 2001.
- Dutordoir M., Lewis C.M., Seward J.K., Veld C., *What We Do and Do Not Know About Convertible Bond Financing*, „Journal of Corporate Finance” 2014, vol. 24, s. 3–20.
- Dutordoir M., Strong N., Ziegan M.C., *Does Corporate Governance Influence Convertible Bond Issuance?*, „Journal of Corporate Finance” 2014, vol. 24(C), s. 80–100.
- Dutordoir M., Van de Gucht L., *Are There Windows of Opportunity for Convertible Debt Issuance Evidence for Western Europe*, „Journal of Banking and Finance” 2007, vol. 31(9), s. 2828–2846.
- Dutordoir M., Van de Gucht L., *Why Do Western European Firms Issue Convertibles Instead of Straight Debt or Equity?*, „European Financial Management” 2009, vol. 15(3), s. 563–583.
- Eckbo B.E., *Valuation Effects of Corporate Debt Offerings*, „Journal of Financial Economics” 1986, vol. 15(1–2), s. 119–151.
- Eckbo B., Masulis R., Norli O., *Seasoned Public Offerings: Resolution of the ‘New Issues Puzzle*, „Journal of Financial Economics” 2000, vol. 56(2), s. 251–291.
- Ekkayokkaya P., Gemmill G., *Why are Convertible Bonds Called Late: Is It Notice Period or the Risk of Financial Distress?*, SSRN, 2010, <http://ssrn.com/abstract=1553287> (dostęp: 05.08.2016).
- Fabozzi J.F., *Rynki obligacji. Analiza i strategię*, WIG-Press, Warszawa 2000.
- Flannery M.J., *Stabilizing Large Financial Institutions with Contingent Capital Certificates*, „CAREFIN Research Paper” 2010, No. 04.
- Froot K.A., Scharfstei D.S., Stein J.C., *Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing*, „The Journal of Finance” 1993, vol. 48(5), s. 1629–1165.
- Fryc J., *Opcja zamiany nie elektryzuje inwestorów*, Puls Biznesu, 29.02.2016.
- Gadomski W., *Restrukturyzacja. Elektrim*, „Gazeta Wyborcza”, 15.12.1999, <http://wyborcza.pl/1,75248,138254.html> (dostęp: 05.08.2016).
- Gajdka J., *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002.
- Gentry W.M., Schizer D.M., *Frictions and Tax-Motivated Hedging: An Empirical Exploration of Publicly-Traded Exchangeable Securities*, „National Tax Journal” 2003, vol. 56(1), s. 167–195.
- Ghosh C., Varma R., Woolridge J.R., *An Analysis of Exchangeable Debt Offers*, „The Journal of Financial Economics” 1990, vol. 28(1–2), s. 251–263.
- Ghosh C., Varma R., Woolridge J.R., *Exchangeable Debt Calls and Security Returns*, „Journal of Business Finance and Accounting” 1996, vol. 23(1), s. 107–114.
- Giammarino R.M., Neave E.H., *The Failure of Financial Contracts and the Relevance of Financial Policy*, „Queen’s University Working Paper” No. 82(3), 1982.
- Goh J., Xie W., *Is Convertible Bond Offering a Backdoor Equity Offering?*, 2009, http://www.wise.xmu.edu.cn/uncc-wise/files/ProgramPapers/XIE_Wei.pdf (dostęp: 05.08.2016).

- Graham J.R., Harvey C., *The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field*, „Journal of Financial Economics” 2001, vol. 60(2–3), s. 187–243.
- Green R.C., *Investment Incentives, Debt, and Warrants*, „Journal of Financial Economics” 1984, vol. 13(1), s. 115–136.
- Grossman S.J., Hart O., *Corporate Financial Structure and Managerial Incentives*, NBER 1983, s. 107–140.
- Gruber M.J., Warner J.B., *Bankruptcy Costs: Some Evidence*, „The Journal of Finance” 1977, vol. 32(2), s. 337–347.
- Grundy B.D., Verwijmeren P., *Dividend-protected Convertible Bonds and the Disappearance of Call Delay*, SSRN, 2012, <http://ssrn.com/abstract=2579127> (dostęp: 25.04.2015).
- Grzywacz J., *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura*, SGH, Warszawa 2008.
- Hansen R., Crutchley C., *Corporate Earnings and Financings: An Empirical Analysis*, „The Journal of Business” 1990, vol. 63(3), s. 347–371.
- Hart O., Moore J., *Debt and Seniority: An Analysis of the Role of Hard Claims in Constraining Management*, „The American Economic Review” 1995, vol. 85(3), s. 567–585.
- Hellmann T., *IPOs, Acquisitions, and the Use of Convertible Securities in Venture Capital*, „Journal of Financial Economics” 2006, vol. 81(3), s. 649–679.
- Hellmann T., Stiglitz J., *Credit and Equity Rationing in Markets with Adverse Selection*, „European Economic Review” 2000, vol. 44(2), s. 281–304.
- Henderson B., *Convertible Bonds: New Issue Performance and Arbitrage Opportunities*, Working Paper, George Washington University, 2006.
- Heron R.A., Lie E., *A Comparison of the Motivations for and the Information Content of Different Types of Equity Offerings*, „The Journal of Business” 2004, vol. 77(3), s. 605–632.
- Herring R.J., *The Capital Conundrum*, „International Journal of Central Banking” 2011, vol. 7(4), s. 171–187.
- Hillion P., Vermaelen T., *Death Spiral Convertibles*, „Journal of Financial Economics” 2004, vol. 71(2), s. 381–415.
- Hoffmeister J.R., *Use of Convertible Debt in the Early 1970s: a Reevaluation of Corporate Motives*, „Quarterly Review of Economics and Business” 1977, vol. 17, s. 23–32.
- Howton S.D., Howton S.W., Perfect S.B., *The Market Reaction to Straight Debt Issues: The Effects of Free Cash Flow*, „The Journal of Finance Research” 1998, vol. 21(2), s. 219–228.
- Ickiewicz J., *Pozyskiwanie, koszt i struktura kapitału w przedsiębiorstwach*, SGH, Warszawa 2004.
- Ikenberry D., Laknishok J., Vermaelen T., *Market Underreaction to Open Market Share Repurchases*, „Journal of Financial Economics”, October–November 1995, vol. 39(2–3), s. 181–208.
- Ingersoll J., *An Examination of Corporate Call Policies on Convertible Securities*, „The Journal of Finance” 1977, vol. 32(2), s. 463–478.
- Isagawa N., *Callable Convertible Debt under Managerial Entrenchment*, „Journal of Corporate Finance” 2002, vol. 8(3), s. 255–270.
- Isagawa N., *Convertible Debt: an Effective Financial Instrument to Control Managerial Opportunism*, „Review of Financial Economics” 2000, vol. 9(12), s. 15–26.
- Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje. Instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006.
- Jalan P., Barone-Adesi G., *Equity Financing and Corporate Convertible Bond Policy*, „Journal of Banking and Finance” 1995, vol. 19(2), s. 187–206.
- Jen F.C., Choi D., Lee S.H., *Some New Evidence on Why Companies Use Convertible Bonds*, „Journal of Applied Corporate Finance” 1997, vol. 10(1), s. 44–53.
- Jensen M.C., *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, „The American Economic Review” 1986, vol. 76(2), s. 323–329.
- Jensen M.C., Meckling W.H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, „The Journal of Financial Economics” 1976, vol. 3, s. 305–360.
- Jerzemska M., *Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, PWN, Warszawa 1999.

- Kang J.K., Kim Y.C., Park K.J., Stulz R.M., *An Analysis of the Wealth Effects of Japanese Offshore Dollar-Denominated Convertible and Warrant Bond Issues*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1995, vol. 30(2), s. 257–270.
- Kang J.K., Lee Y.W., *The Pricing of Convertible Debt Offerings*, „Journal of Financial Economics” 1999, vol. 41(2), s. 231–248.
- Kang J.K., Stulz R.M., *How Different is Japanese Corporate Finance? An Investigation of the Information Content of New Security Issues*, „Review of Financial Studies” 1996, vol. 9(1), s. 109–139.
- Kaplan S.N., Stromberg P., *Financial Contracting Theory Meets The Real World: An Empirical Analysis Of Venture Capital Contracts*, „Review of Economic Studies” 2003, vol. 70(2), s. 281–315.
- Kashyap A.K., Rajan R., Stein J., *Rethinking Capital Regulation*, Proceedings – Economic Policy Symposium – Jackson Hole, 2008, s. 431–471.
- Kaźmierczak D., Marszałek J., *The Use of Exchangeable Bonds During the Privatization Process*, Financial Internet Quarterly „e-Finance” 2013, vol. 9(4), s. 86–95.
- Kim Y.C., Stulz R., *Is There a Global Market for Convertible Bonds?*, „Journal of Business” 1992, vol. 65(1), s. 75–91.
- Kim Y.O., *Informative Conversion Ratios: A Signalling Approach*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1990, vol. 25(2), s. 229–243.
- Kim Y.O., Kallberg J., *Convertible Calls and Corporate Taxes under Asymmetric Information*, „Journal of Banking and Finance” 1998, vol. 22(1), s. 19–40.
- Kleidt B., *The Use of Hybrid Securities. Market Timing, Investor Rationing, Signaling and Asset Restructuring*, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden 2006.
- Kleiman R.T., Sahu A.P., *Hybrid Securities: A Basic Look at Monthly Income Preferred Stock*, „AAL Journal” 1997, s. 14–17.
- Korajczyk R.A., Lucas D.J., McDonald R.L., *Equity Issues with Time-Varying Asymmetric Information*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1992, vol. 27(3), s. 397–417.
- Korkeamaki T., Moore W.T., *Capital Investment Timing and Convertible Debt Financing*, „International Review of Economics and Finance” 2004, vol. 13(1), s. 75–85.
- Kozioł C., Lawrenz J., *Contingent Convertibles. Solving or Seeding the Next Banking Crisis*, „Journal of Banking and Finance” 2012, vol. 36(1), s. 90–104.
- Kraus A., Litzenberger R.H., *A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage*, „The Journal of Finance” 1973, vol. 28(4), s. 911–922.
- Krishnaswami S., Yaman D., *The Role of Convertible Bonds in Alleviating Contracting Costs*, „The Quarterly Review of Economics and Finance” 2008, vol. 48(4), s. 792–816.
- La Porta R., *Expectations and the Cross-Section of Stock Returns*, „The Journal of Finance” 1996, vol. 51(5), s. 1715–1742.
- Lacapra L.T., Saba J., *Exclusive: Goldman group set to buy message system as alternative to Bloomberg – sources*, 03.08.2014, <http://www.reuters.com/article/2014/08/03/us-goldman-messaging-idUSKB-N0G303920140803> (dostęp: 05.08.2016).
- Lee H.W., Finglewicz R.E., *Characteristics of Firms That Issue Convertible Debt Versus Convertible Preferred Stock*, „The Quarterly Review of Economics and Finance” 1999, vol. 39(4), s. 547–563.
- Lee I., Loughran T., *Performance Following Convertible Bond Issuance*, „Journal of Corporate Finance” 1998, vol. 4(2), s. 185–207.
- Leitner Y., *Convertible Securities and Venture Capital Finance*, „Business Review” 2009, Issue Q3, s. 18–27.
- Leland H.E., Pyle D.H., *Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation*, „The Journal of Finance” 1977, vol. 32(2), s. 371–387.
- Levine M., *Happy Meal Convertible Offerings Make People Angry*, 20.08.2013, <http://dealbreaker.com/2013/08/happy-meal-convertible-offerings-make-people-angry> (dostęp: 05.08.2016).
- Lewis C.M., Rogalski R.J., Seward J.K., *Agency Problems, Information Asymmetries, and Convertible Debt Security Design*, „Journal of Financial Intermediation” 1998, vol. 7(1), s. 32–59.
- Lewis C.M., Rogalski R.J., Seward J.K., *Industry Conditions, Growth Opportunities and Mar-*

- ket Reactions to Convertible Debt Financing Decisions*, „Journal of Banking and Finance” 2003, vol. 27(1), s. 153–181.
- Lewis C.M., Rogalski R.J., Seward J.K., *Is Convertible Debt a Substitute for Straight Debt or for Common Equity?*, „Financial Management” 1999, vol. 28(3), s. 5–27.
- Lewis C.M., Rogalski R.J., Seward J.K., *The Long-Run Performance of Firms that Issue Convertible Debt: an Empirical Analysis of Operating Characteristics and Analyst Forecasts*, „Journal of Corporate Finance” 2001, vol. 7(4), s. 447–474.
- Lewis C.M., Rogalski R.J., Seward J.K., *Understanding the Design of Convertible Debt*, „Journal of Applied Corporate Finance” 1998, vol. 11(1), s. 45–53.
- Lewis C.M., Verwijmeren P., *Convertible Security Design and Contract Innovation*, „Journal of Corporate Finance” 2011, vol. 17(4), s. 809–831.
- Lin W.C., Chang S.C., *Corporate Governance and the Stock Market Reaction to New Product Announcements*, „Review of Quantitative Finance and Accounting” 2012, vol. 39(2), s. 273–291.
- Liu J., Switzer L.N., *Convertible Bond Issuance, Risk, and Firm Financial Policy: A New Approach*, „International Journal of Business” 2013, vol. 18(1), s. 1–25.
- Loncarski I., ter Horst J., Veld C., *The Rise and Demise of the Convertible Arbitrage Strategy*, „Financial Analyst Journal” 2009, vol. 65(5), s. 35–50.
- Loncarski I., ter Horst J., Veld C., *Why do Companies Issue Convertible Bonds? A Review of Theory and Empirical Evidence*, SSRN, 2005, <http://ssrn.com/abstract=837184> (dostęp: 05.08.2016).
- Loncarski I., ter Horst J., Veld C., *Why Do Companies Issue Convertible Bond Loans? An Empirical Analysis for the Canadian Market*, „Canadian Journal of Administrative Sciences” 2008, vol. 25(3), s. 214–236.
- Long M. S., Sefcik S.E., *Participation Financing: A Comparison of the Characteristics of Convertible Debt and Straight Bonds Issued in Conjunction with Warrants*, „Financial Management” 1990, vol. 19(3), s. 23–34.
- Lyandres E., Zhdanov A., *Convertible Debt and Investment Timing*, „Journal of Corporate Finance” 2014, vol. 24(C), s. 21–37.
- Marszałek J., *Hybrydowe instrumenty dłużne w finansowaniu przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2014.
- Masters B., *Companies Return to Convertible Bond Market*, The Financial Times, 10.05.2009, <https://next.ft.com/content/ba773c74-3d9b-11de-a85e-00144feabdc0> (dostęp: 05.08.2016).
- Masulis R., Wang C., Xie F., *Corporate Governance and Acquirer Returns*, „Journal of Finance” 2007, vol. 62(4), s. 1851–1889.
- Mayers D., *Convertible Bonds Matching Financial and Real Options*, „Journal of Applied Corporate Finance” 2000, vol. 13(1), s. 8–21.
- Mayers D., *Why Firms Issue Convertible Bonds: The matching of Financial and Real Investment Options*, „Journal of Financial Economics” 1998, vol. 47(1), s. 83–102.
- Mazzeo M.A., Moore W.T., *Liquidity Costs and Stock Price Response to Convertible Security Calls*, „The Journal of Business” 1992, vol. 65(3), s. 353–369.
- McConnell J.J., Schwartz E.S., *LYON Taming*, „The Journal of Finance” 1986, vol. 41(3), s. 561–576.
- McDaniel W.R., *Sinking Fund Preferred Stock*, „Financial Management” 1984, vol. 13(1), s. 45–52.
- McDonald R.L., *Contingent Capital with a Dual Price Trigger*, „Journal of Financial Stability” 2013, vol. 9(2), s. 230–241.
- McLaughlin R., Safieddine A., Vasudevan G.K., *The Information Content of Corporate Offerings of Seasoned Securities: An Empirical Analysis*, „Financial Management” 1998, vol. 27(2), s. 31–45.
- Metrick A., Masuda A., *Venture Capital and the Finance of Innovation*, John Wiley & Sons, New York 2011.
- Mikkelson W.H., Partch M.M., *Stock Price Effects and Costs of Secondary Distributions*, „Journal of Financial Economics” 1985, vol. 14(2), s. 165–194.
- Mikkelson W.H., Partch M.M., *Valuation Effects of Security Offerings and the Issuance Process*, „The Journal of Financial Economics” 1986, vol. 15(1–2), s. 31–60.

- Milewski R., Kwiatkowski E. (red.), *Podstawy ekonomii*, PWN, Warszawa 2006.
- Mitchell M., Pedersen L.H., Pulvino T., *Slow Moving Capital*, „The American Economic Review” 2007, vol. 97(2), s. 215–220.
- Modigliani F., Miller M.H., *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*, „The American Economic Review” 1963, vol. 53(3), s. 433–443.
- Modigliani F., Miller M.H., *The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment*, „The American Economic Review” 1958, vol. 48(3), s. 261–297.
- Murphy G., Walsh M., Willison M., *Precautionary Contingent Capital*, Financial Stability Paper No. 16, Bank of England 2012.
- Myers S., *Determinants of Corporate Borrowing*, „Journal of Financial Economics” 1977, vol. 5(2), s. 147–175.
- Myers S.C., *The Capital Structure Puzzle*, „The Journal of Finance” 1984, vol. 39(3), s. 575–592.
- Myers S.C., Majluf N.S., *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have*, „The Journal of Financial Economics” 1984, vol. 13(2), s. 187–221.
- Narayanan M. P., Lim S.P., *On the Call Provision in Corporate Zero-Coupon Bonds*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1989, vol. 24(1), s. 91–103.
- Navas J.F., *Pricing LYONs under Stochastic Interest Rates*, „Revista de Econom’a financiera” 2005, vol. 7, s. 12–24.
- Nelken I., *Handbook of Hybrid Instruments*, John Wiley & Sons, Chichester 2000.
- Noddings T.C., Christoph S.C., Noddings J.G., *The International Handbook of Convertible Securities. A Global Guide to the Convertible Market*, The Glenlake Publishing Company, Chicago 2001.
- Nordal K.B., Stefano N., *Contingent Convertible Bonds (Cocos) Issued by European Banks*, Norges Bank, no. 19, 2014.
- Novaes W., *Managerial Turnover and Leverage under a Takeover Threat*, „Journal of Finance” 2002, vol. 57(6), s. 2619–2650.
- Novaes W., Zingales L., *Capital Structure Choice when Managers are in Control: Entrenchment versus Efficiency*, „Journal of Business” 2003, vol. 76(1), s. 49–82.
- Nyborg K., *Convertible Debt as Delayed Equity: Forced versus Voluntary Conversion and the Information Role of Call Policy*, „Journal of Financial Intermediation” 1995, vol. 4(4), s. 358–395.
- Onaran Y., *Dollar Dominance Intact as U.S. Fines on Banks Raise Ire*, 16.07.2014, <http://www.bloomberg.com/news/articles/2014-07-15/dollar-dominance-intact-as-u-s-fines-on-banks-raise-ire>, (dostęp: 05.08.2016).
- Opinia NBP w sprawie dokumentu konsultacyjnego Komisji Europejskiej „Possible further changes to Capital requirements Directive”*, NBP, Warszawa 2010, https://www.nbp.pl/system-finansowy/crd_nbp.pdf (dostęp: 05.08.2016).
- Opler T.C., Titman S., *Financial Distress and Corporate Performance*, „The Journal of Finance” 1994, vol. 49(3), s. 1015–1040.
- Perotti E., Flannery M., *CoCo Design as a Risk Preventive Tool*, „VOX: Research-based Policy Analysis and Leading Economists” 2011, vol. 2011(9).
- Phelps K.L., Moore W.T., Roenfeldt R.L., *Equity Valuation Effects of Warrant-Debt Financing*, „The Journal of Financial Research” 1991, vol. 14(2), s. 93–103.
- Pilcher C.J., *Raising Capital with Convertible Securities*, „Michigan Business Studies” 1955, vol. 21(2).
- Pulliam S., *How Hedge-Fund Trading Sent A Company’s Stock on Wild Ride*, The Wall Street Journal, 28.12.2004, <http://www.wsj.com/articles/SB110418523859310338> (dostęp: 05.08.2016).
- Qiu J., Zhang Y., *Convertible Bonds with Resettable Conversion Prices*, „Economic Modelling” 2013, vol. 31, s. 198–205.
- Rajan R., Servaes H., *Analyst Following of Initial Public Offerings*, „The Journal of Finance” 1997, vol. 52(2), s. 507–529.
- Raport Catalyst: rynek obligacji w 2014 r.*, III edycja, Grant Thornton, czerwiec 2015.
- Rappaport L., *Happy meal satisfy firms, hedge funds*, 28.06.2006, <http://www.thestreet.com/story/10294031/1/happy-meals-satisfy-firms-hedge-funds.html> (dostęp: 05.08.2016).
- Romanowski M., *Warunkowe podwyższenie kapitału zakładowego*, C.H. Beck, Warszawa 2004, s. 7–28.

- Ross S.A., *The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach*, „The Bell Journal of Economics” 1977, vol. 8(1), s. 23–40.
- Samuelson P.A., Nordhaus W.D., *Ekonomia*, t. 1, PWN, Warszawa 2004.
- Scott K.E., Shultz G.P., Taylor J.B., *Ending Government Bailouts As We Know Them*, Hoover Institution, Stanford University, 2010.
- Smith C.W., Watts R., *The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies*, „Journal of Financial Economics” 1992, vol. 32(3), s. 263–292.
- Spiess D.K., Affleck-Graves J., *The Long-Run Performance of Stock Returns Following Debt Offerings*, „Journal of Financial Economics” 1999, vol. 54(1), s. 45–73.
- Springsteel I., *The Convert Boomerang*, 2002, <http://www.highbeam.com/doc/1G1-83655031.html>, (dostęp: 05.08.2016).
- Stein J.C., *Convertible Bonds as Backdoor Equity Financing*, „Journal of Financial Economics” 1992, vol. 32(1), s. 3–21.
- Stiglitz J., *On the Irrelevance of Corporate Financial Policy*, „The American Economic Review” 1974, vol. 64(6), s. 851–866.
- Stiglitz J., Weiss A., *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*, „American Economic Review” 1981, vol. 71(3), s. 393–410.
- Stulz R.M., *Managerial Discretion and Optimal Financing Policies*, „The Journal of Financial Economics” 1990, vol. 26(1), s. 3–27.
- Sundaresan S., Wang Z., *Design of Contingent Capital with a Stock Price Trigger for Mandatory Conversion*, Staff Reports from Federal Reserve Bank of New York, 2010, No. 448.
- Szymanowska M., ter Horst J., Veld C., *Reverse Convertible Bonds Analyzed*, „Journal of Futures Markets” 2009, vol. 29(10), s. 895–919.
- Tarczyński W., Zwolankowski M., *Inżynieria finansowa. Instrumentarium, strategie, zarządzanie ryzykiem*, Agencja Wydawnicza Placet, Warszawa 1999.
- Tashjian E., *Outcomes in Prepackaged Bankruptcies*, „Journal of Corporate Renewal” 2000, vol. 13 (13), s. 4–9.
- Taylor J., Flanigan R., *Convertible Bonds An Issuer’s Guide (European Edition)*, Mayer Brown, October 2013.
- Thoma B., *Convertible Bonds – an Introduction*, Fisch Asset Management, Zurich.
- Titman S., Wessels R., *The Determinants of Capital Structure Choice*, „The Journal of Finance” 1988, vol. 43(1), s. 1–19.
- Toyer J., Abboud L., *Telefonica to Use Exchangeable Bond to Cut Telecom Italia Stake*, Reuters, 16.07.2014, <http://www.reuters.com/article/telefonica-telecom-ita-idUSL6N0PR59Y20140716> (dostęp: 05.08.2016).
- Walińska E. (2008), *Źródła finansowania jako obszar pomiaru i prezentacji w systemie rachunkowości – artykuł dyskusyjny*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2008, nr 44 (100), s. 255–269.
- Woodson H., *Global Convertible Investing*, John Wiley & Sons, New York 2002.
- Yaman D., *Convertible Bond Design and Long-Run Operating Performance*, „The International Journal of Business and Finance Research” 2011, vol. 4(3), s. 17–30.
- Yu E.C., Shaw W.T., *On The Valuation Of Derivatives With Snapshot Reset Features*, „International Journal of Theoretical and Applied Finance” 2008, vol. 11(8), s. 905–941.
- Zähres M., *Contingent Convertibles. Bank Bonds Take on a New Look*, Deutsche Bank Research, Frankfurt am Main 2011.

Akty prawne

Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (Dz.U. z 2015 r., nr 0, poz. 238).

Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (Dz.U. z 2000 r., nr 94, poz. 1037).

Źródła internetowe

<https://www.macabacus.com/terms/original-issue-discount> (dostęp: 05.08.2016).

http://www.gpwcatalyst.pl/podstawowe_stastyki (dostęp: 05.08.2016).

Spis tabel i rysunków

Tabele

3.1. Konsekwencje decyzji inwestycyjnych podejmowanych przez menedżerów w zależności od koniunktury rynkowej według N. Isagawy	108
3.2. Podsumowanie badań jakościowych nad motywami wykorzystania obligacji zamiennych przez przedsiębiorstwa	120
3.3. „Praktyczne” motywy emisji długu zamiennego przez podmioty gospodarcze	123

Rysunki

1.1. Źródła finansowania a źródła kapitału	18
1.2. Wpływ ceny akcji emitenta na wartość obligacji zamiennej	34
1.3. Funkcja wypłaty obligacji zamiennej w terminie zapadalności	35
1.4. Wartość rynkowa, wewnętrzna i inwestycyjna obligacji zamiennej	37
1.5. Rodzaje instrumentów hybrydowych	38
2.1. Uproszczony schemat pozyskania kapitału za pomocą obligacji zamiennych	54
2.2. Schemat przedterminowego umorzenia obligacji zamienionych na wniosek emitenta	56
2.3. Schemat umowy <i>standby</i> między emitentem a gwarantem konwersji	58
2.4. Transakcje arbitrażowe na obligacjach zamiennych w momencie realizacji opcji <i>call</i> przez emitenta	66
2.5. Mechanizm amortyzacji dyskonta obligacji <i>OID</i>	75
3.1. Hipoteza finansowania sekwencyjnego D. Mayersa	105