

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

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.